

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**Financiamento Imobiliário no Brasil de 2003 a 2008:
do crescimento vigoroso à crise de crédito**

CRISTIANO BECKER LIMA HEES

matrícula nº 105033122

ORIENTADOR: Prof. Ary Vieira Barradas

MARÇO 2009

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**Financiamento Imobiliário no Brasil de 2003 a 2008:
do crescimento vigoroso à crise de crédito**

CRISTIANO BECKER LIMA HEES

matrícula nº 105033122

ORIENTADOR: Prof. Ary Vieira Barradas

MARÇO 2009

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor.

Agradeço ao Prof. Ary Vieira Barradas pela orientação, atenção dedicada e pelas inúmeras contribuições que fizeram desta uma obra melhor.

RESUMO

O financiamento imobiliário é uma peça fundamental no desenvolvimento econômico e social de toda sociedade moderna. O direito à moradia é não só um direito básico, mas também um sonho de todo indivíduo. O acesso ao crédito é fundamental na compra de uma habitação, principalmente para a população de baixa renda, segmento que compõe de forma mais expressiva o déficit habitacional.

O SFH, criado em 1964 com o objetivo de garantir maior acesso à habitação aos cidadãos, buscava melhorar a regulamentação para garantir crédito e condições de pagamento favoráveis aos mutuários. O sistema, entretanto, apresentou falhas ao longo dos anos, o que reduziu sua eficácia na originação de novos contratos de financiamento.

Após o recorde de unidades financiadas na década de 80, e de sucessivas quedas na década de 90, o crédito imobiliário mostrou forte recuperação a partir de 2003, em um ambiente macroeconômico mais propício, devido à menor volatilidade, e com um arcabouço jurídico-institucional mais abrangente e determinante.

O presente trabalho procura analisar o modelo de financiamento imobiliário brasileiro e como este evoluiu, com maior ênfase no período que se estende dos anos de 2003 até 2008, quando se pôde observar um crescimento vigoroso no número de unidades financiadas e no volume de financiamento originado nas novas operações de crédito imobiliário.

Paralelamente, realiza-se uma comparação com o modelo de financiamento imobiliário mexicano, explicando-se as principais diferenças entre os organismos que compõem os sistemas, os principais produtos oferecidos e a grande diferença nos volumes de crédito originados por cada um dos referidos sistemas, objetivando-se buscar, na realidade mexicana, fatores fundamentais para a criação de um modelo de financiamento imobiliário que permita que o crédito à moradia desempenhe seu papel econômico e social.

Por fim, é abordada a questão da evolução do financiamento no período compreendido entre 2003 e 2008, onde se procura fazer uma análise das possíveis causas para o recente *boom* de crédito e recuperação do sistema. O trabalho é finalizado com uma breve conclusão acerca dos modelos e do estudo como um todo.

SUMÁRIO

I. INTRODUÇÃO.....	8
 II. OS FUNDAMENTOS ECONÔMICOS DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO	
2.1. O PAPEL MACROECONÔMICO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO.....	9
2.2. O ASPECTO MICROECONÔMICO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO.....	11
 III. O FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO NO BRASIL E MÉXICO	
3.1. O MODELO DE FINANCIAMENTO BRASILEIRO.....	13
3.1.1. SFH – Contexto Histórico	13
3.1.2. O SFI e a Securitização de Recebíveis	18
3.1.3. Características dos Créditos Imobiliários Residenciais	20
3.1.4. Panorama Atual do SBPE	21
3.2. O MODELO DE FINANCIAMENTO MEXICANO.....	23
3.2.1. Considerações Sobre o Modelo Mexicano	23
3.2.2. Instituições de Crédito Imobiliário Residencial	24
3.2.3. SHF	25
3.2.4. Sofoles	27
3.2.5. INFONAVIT e FOVISSSTE	27
3.2.6. Bancos Comerciais	29
3.2.7. Características dos Créditos Imobiliários Residenciais	30
3.2.8. A Securitização de Recebíveis Imobiliários no México.....	31
3.2.9. Perspectivas de Crescimento	32
3.3. COMPARAÇÕES E LIÇÕES DOS MODELOS HABITACIONAIS BRASILEIRO E MEXICANO	33

IV. O *BOOM* RECENTE DE CRÉDITO E OS EFEITOS DA CRISE FINANCEIRA DE 2008

4.1. A RELAÇÃO ENTRE DEPÓSITOS DE POUPANÇA E TAXA DE JUROS.....	35
4.2. A EVOLUÇÃO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO PERÍODO 2003 – 2008	38
4.3. O QUADRO ATUAL DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO	42

V. CONSIDERAÇÕES FINAIS

46

VI. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

48

VII. ANEXOS.....

51

7.1 PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DOS CRÉDITOS MEXICANOS	51
---	----

7.2. CRÉDITO TOTAL PARA HABITAÇÃO NO MÉXICO ENTRE

1983	E
2007.....	51

7.3. NÚMERO DE CRÉDITOS IMOBILIARIOS ORIGINADOS POR SOFOLES E BANCOS COMERCIAIS NO MÉXICO –

1994	A
2004.....	
.52	

I. INTRODUÇÃO

O Sistema Financeiro de Habitação foi criado em 1964 com o objetivo de destinar o maior volume possível de recursos para o financiamento de moradias, especialmente para as classes renda mais baixa que dependem em maior grau de crédito para desfrutar do benefício da casa própria.

Desde sua criação, entretanto, o SFH financiou pouco mais de 10 milhões de habitações, volume considerado baixo frente ao total de novas casas construídas no país no período. O sistema passou por momentos prósperos na década de 80 e momentos de crise na década de 90, somente apresentando sinais claros de recuperação no início do novo século.

Durante o período compreendido entre 2003 e 2008 o número de contratos originados no âmbito do SFH cresceu a taxas impressionantes, bastante acima da média registrada nos últimos 20 anos, o que começou a chamar a atenção de críticos para a sustentabilidade de tal situação e do próprio sistema.

O SFH, que possui como principal pilar a caderneta de poupança, conseguiu atrair um volume enorme de recursos ao longo do período, influenciado pela tendência de quedas da taxa básica de juros da economia. A poupança possui um baixo custo de captação se comparado a outros instrumentos financeiros, devido à isenção de imposto de renda e à garantia de depósitos dada pelo Governo para este tipo de investimento, através do fundo garantidor do crédito, e representa importante papel no sistema financeiro nacional.

Nos dias atuais, quando todas as atenções estão voltadas para uma fase de crescimento sustentado do crédito e uma tendência de queda dos juros básicos da economia, o melhor entendimento dos mecanismos que fazem com que a poupança continue a ser fonte fundamental de recursos para a originação de novos contratos é essencial.

O objetivo da presente obra é demonstrar os motivos que alavancaram o crescimento na originação de novos contratos no período de 2003 a 2008, abordando falhas que existem no sistema e demonstrando a importância da queda dos juros básicos para o sistema.

II. OS FUNDAMENTOS ECONÔMICOS DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO

2.1 O PAPEL MACROECONÔMICO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO

O crédito é uma ferramenta central no processo de desenvolvimento econômico de um país e motor indispensável na promoção da democratização de todos os povos civilizados da sociedade moderna. A construção de uma sociedade e sua democratização passam pela concepção de um sistema financeiro saudável e eficiente, onde o crédito desempenha uma função não só econômica, mas também social.

Ter crédito, nos dias atuais, representa mais do que um simples empréstimo mediante uma promessa de pagamento futuro, mas sim um sinônimo de confiança por parte de um indivíduo. Conforme Leoni (1994), “*Credere* é a palavra latina que significa acreditar, ou seja, confiar; é a forma de obter recursos para destinar a algum empreendimento ou atender a alguma necessidade”.

Como exemplo de função social do crédito, temos o financiamento imobiliário. Financiar imóveis é apoiar a construção do patrimônio de uma nação, e é cada vez mais requisitado pela cidadania. A moradia obtida através de crédito imobiliário representa a possibilidade de o beneficiário gozar de uma riqueza, e é fundamental para garantir condições humanas básicas para todos os indivíduos.

No Brasil, o investimento habitacional por habitante ainda é muito baixo quando comparado a outros países e regiões pelo mundo afora, não somente países desenvolvidos, como também outros emergentes. Isto se deve, em grande medida, ao fato de a relação entre o crédito imobiliário e o PIB, no país, ser também muito pequena.

Desta forma tem-se que o sistema brasileiro de habitação é, de certa forma, subdesenvolvido e deficitário no que tange à sua relação direta com a economia. Enquanto no México a relação acima citada do crédito imobiliário com o PIB atinge 16%, no Chile 15% e nos Estados Unidos 65%,¹ no Brasil apenas 4% do PIB é originado anualmente em novos contratos de financiamento imobiliário.

¹ Fonte: ABECIP

Hoje, quando todas as atenções estão voltadas para a abertura de uma fase de crescimento sustentado, o estabelecimento de condições para a expansão de todas as formas de financiamento de longo prazo aparece como uma tarefa natural e premente. Assim, um esforço de compreensão da dinâmica do crédito imobiliário – de sua história, sua estrutura institucional e operacional e experiências internacionais – é tarefa imprescindível para o fomento das operações de financiamento de longo prazo e, por conseguinte, das condições necessárias ao desenvolvimento econômico e social.

O estabelecimento de um mercado ativo de crédito imobiliário em geral – e o de financiamento imobiliário em particular – tem sido foco de crescente preocupação dos governos e vem fazendo parte das prioridades de políticas públicas em vários países em desenvolvimento. A explicação para tal preocupação se baseia tanto nos ganhos de bem-estar associados a um mercado de crédito habitacional eficaz, como nos efeitos multiplicativos que seu desenvolvimento insere em termos de crescimento da renda e do emprego (COSTA, 2004).

Assim, a habitação representa um papel muito importante na economia e na vida dos indivíduos. Pelo lado da economia, o setor de construção civil atrelado ao crédito imobiliário é um dos grandes geradores de empregos não só diretos, mas também indiretos, quando considerada a corrente verticalizada de serviços originados pelo setor. Além disso, é um setor cuja maioria dos insumos é produzida domesticamente, sendo constante alvo de políticas e pacotes governamentais para estímulo à economia.

Já no que tange ao fator social e à vida dos indivíduos, a moradia é um direito básico de todo ser humano, porém, muitas vezes, esse direito não é concreto. No Brasil, o déficit habitacional supera o número de 7,5 milhões de moradias,² demonstrando que milhões de indivíduos não possuem moradia adequada ou, ainda pior, não possuem moradia como um todo.

Deste modo, o crédito imobiliário possui funções que vão além do simples ato de comprar uma moradia mediante pagamentos futuros. Ele desempenha importante papel como alavanca de crescimento econômico, instrumento de desenvolvimento social e formação de capital habitacional.

O fato de o crédito imobiliário no Brasil possuir baixo alcance social e econômico não ocorre ao acaso e alguns “inimigos históricos” contribuíram para a não-expansão do mesmo. São facilmente destacáveis fatores como a inflação crônica e elevada do século passado, os

² Fonte: Fundação João Pinheiro

juros reais elevados, as baixas taxas de crescimento do produto interno bruto, a fragilidade do sistema bancário, as regulações e tributações inadequadas, a insegurança jurídica por parte dos credores, o alto nível de informalidade da economia, entre outros.

Desta forma, além do baixo volume de crédito originado, este apresenta características negativas como *spreads* elevados, prazos curtos e inexistência de fontes privadas de financiamento de longo prazo. As fontes de crédito de longo prazo estão restritas a fontes oficiais e direcionadas pelo Estado.

Alguns desses fatores acima mencionados já foram melhorados, como é o caso da regulamentação financeira, da maior solidez do sistema bancário, reduzindo os riscos macroeconômicos, riscos sistêmicos e as garantias jurídicas, dadas as melhoras no arcabouço institucional. Porém, algumas medidas ainda são necessárias como a redução nos juros reais, a maior formalidade da economia e a melhora na forma de tributação, de forma que seja melhorada a destinação dos recursos públicos e a distribuição de renda seja menos desigual.

As perspectivas futuras indicam forte crescimento do crédito imobiliário nos próximos anos, o que contribuirá para um efeito positivo sobre o emprego, a renda e a melhora nas condições de vida dos segmentos de renda mais baixa. Porém, com a atual crise financeira, qualquer projeção ou perspectiva é uma incógnita.

2.2. O ASPECTO MICROECONÔMICO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO

O desenvolvimento de todos os mercados de crédito, especialmente o mercado de crédito imobiliário, possui como condição fundamental a estabilidade macroeconômica. O crédito imobiliário não desempenhará suas atividades como alavanca de crescimento, geração de renda e empregos, entre outros, até que incertezas sobre taxas de juros, taxa de câmbio e inflação, por exemplo, sejam reduzidas.

Existem também diversas medidas no âmbito microeconômico, definido neste caso como um problema de alocação de recursos públicos e privados escassos em relação a uma série possível de fins, que podem ser tomadas de forma a estimular o mercado de crédito imobiliário, ampliando as relações entre os fornecedores (instituições financeiras) e consumidores (mutuários) do crédito.

A Microeconomia procura analisar o mercado e outros tipos de mecanismos que

estabelecem preços relativos entre os produtos, alocando de modos alternativos os recursos dos quais dispõem determinados indivíduos organizados numa sociedade. Um mercado imobiliário saudável somente se concretizará quando os consumidores possuírem confiança para tomarem suas decisões, desfrutando do crédito a preços que maximizem sua utilidade a partir de seus orçamentos pré-determinados.

Destacam-se neste sentido, mudanças institucionais realizadas com o objetivo de baixar os riscos de recuperação dos empréstimos cedidos e que ampliem a variedade dos canais de crédito, o desenvolvimento de tecnologias que permitam aos fornecedores ampliar sua rede de serviços financeiros e formar parcerias com firmas de modo a atender e facilitar transferências a todos os consumidores e o estímulo à concorrência entre os fornecedores, com redução das margens de lucro destes devido a uma maior supervisão acerca da transparência das informações prestadas por consumidores, além de um ambiente jurídico eficaz e propício a remover obstáculos à securitização, execução de garantias, fornecimento e troca de informações de crédito e promoção das agências de classificação e avaliação de riscos de crédito.

Fundamentando o tema, na análise de Loyola:

“Entre os exemplos de boas políticas, no campo macroeconômico, deve-se mencionar o emprego responsável das políticas monetária e fiscal de modo a sustentar a demanda. Em particular, a redução das taxas de juros tem efeito positivo sobre a oferta de crédito, sem que isso signifique necessariamente a criação de riscos adicionais para os bancos. Por sua vez, sob o aspecto microeconômico, medidas destinadas a reduzir o custo da intermediação financeira são sempre positivas, tais como a eliminação de tributos incidentes sobre as operações de crédito, bem como a redução dos recolhimentos compulsórios. Igualmente são bem-vindas ações destinadas a diminuir a assimetria de informações nos mercados financeiros, distorção que se torna particularmente aguda no meio de uma crise generalizada de confiança.” (Loyola, 2009).

Algumas destas medidas, como será observado adiante, já vêm sendo tomadas no país, com significativo efeito até o momento no mercado de crédito imobiliário. Desta forma, o crédito imobiliário possui um aspecto microeconômico definido, e seu mercado somente se consolidará no momento em que as relações entre os agentes econômicos envolvidos puderem ser realizadas ao menor custo possível, eliminando-se desta forma ônus transacionais e maximizando-se o bem-estar dos agentes envolvidos.

III. O FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO NO BRASIL E MÉXICO

Neste capítulo são abordados os sistemas de financiamento imobiliário do Brasil e do México. Ambos os países possuem afinidades culturais, semelhanças socioeconômicas e sistemas com características semelhantes entre si, com destaque para o direcionamento de recursos advindos de fundos de trabalhadores (como o FGTS no caso brasileiro), tendo o primeiro o SFH como principal organizador e intermediário e, o segundo, o INFONAVIT, o FOVISSSTE e a Sociedad Hipotecaria Federal. Além disto, este capítulo trata das principais instituições que compõem cada um dos sistemas, dos principais produtos oferecidos, dos motivos que fazem com que o México esteja alguns passos na frente do Brasil e do aprendizado que pode ser retirado da análise comparativa entre os dois modelos.

3.1. O MODELO DE FINANCIAMENTO BRASILEIRO

3.1.1. SFH – Contexto Histórico

Até a criação do Sistema Financeiro de Habitação, em 1964, o financiamento para a aquisição e construção de imóveis no Brasil estava restrito a empréstimos da Caixa Econômica Federal (CEF) e dos institutos de serviços sociais da época. O sistema, que apresentava diversas falhas, atingia uma parcela muito pequena da população e envolvia subsídios muito altos por parte do Governo Federal.

Havia, na época, um expressivo crescimento da demanda por habitação urbana, derivada basicamente do intensivo processo de urbanização e crescimento econômico pelo qual o país passava. Este crescimento se dava, porém, em um contexto inibidor para investimentos no setor, dadas as altas taxas de inflação e a falta de mecanismos institucionais, como a taxa de juros pós-fixada e a alienação fiduciária, entre outros, que ajudaram a criar um imenso déficit habitacional no país.

O sistema de pagamentos da época acabava por criar uma distorção altamente prejudicial ao modelo vigente, fazendo com que as parcelas dos financiamentos costumassem

ser pagas em Cruzeiros depreciados, sem correção monetária, e as taxas de juros reais acabassem por se tornar negativas, proporcionando, assim, um grande descasamento entre os ativos e passivos e tornando o financiamento um problema.

Como resumem Kampel e Valle:

“O sistema [vigente antes de 64] de concessão de empréstimos a valores nominais fixos distorcia o mercado em três aspectos: primeiro, premiava os mutuários, os quais pagavam suas amortizações em cruzeiros desvalorizados; segundo, afastava a poupança voluntária desse mercado, tendo em vista as taxas reais de juros fortemente negativas; terceiro, minguava a capacidade de aplicação das poucas instituições existentes” (IBMEC, 1974, p. 13).

Nos 60 anos o sistema passou por um significativo reforço institucional. A indexação foi criada em conjunto com o Banco Nacional de Habitação (BNH), as sociedades de crédito imobiliário e as associações de poupança e empréstimos. Paralelamente, fontes adequadas de fundos foram criadas para o sistema de financiamento habitacional: as contas de poupança e depósitos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS).

Desta forma, durante o mandato do Presidente Castelo Branco, um ataque frontal ao "problema" do financiamento imobiliário teve lugar. A meta era a universalização da habitação. A Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964, criou o Sistema Financeiro de Habitação e o BNH e disciplinou a concessão de empréstimos para a aquisição e construção de imóveis. Seus principais objetivos eram: atrair poupança privada para o financiamento de empréstimos hipotecários, evitar a amortização dos empréstimos com a utilização de instrumentos desvalorizados ou não corrigidos, o que daria vantagens aos credores devido aos inúmeros benefícios das taxas de juros reais negativas, e manter a sustentabilidade do sistema, através da preservação do valor atual das prestações.

O BNH era o órgão controlador do sistema brasileiro de poupança e empréstimo, conjunto de instituições captadoras de poupança voluntária que financiavam investimentos imobiliários prioritariamente destinados às classes média e alta, gestor do FGTS e responsável por toda a política habitacional do Governo Federal. Ao BNH foi atribuída a função de formatar as condições gerais das operações de crédito baseadas no SFH, como, por exemplo, taxa de juros, prazos, garantias e condições de pagamento (VALPASSOS, 2003).

O SFH conseguiu atrair um volume enorme de poupanças pessoais, através de um

instrumento indexado: a "caderneta de poupança" (conta poupança). Ele tinha e ainda tem um baixo custo de captação se comparado a outros instrumentos financeiros, devido à isenção de imposto de renda e à garantia de depósitos dada pelo Governo para este tipo de investimento, através do fundo garantidor do crédito. Mas, apesar da criação das contas de poupança, o grande “empurrão” para o BNH veio com a criação do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), através da Lei nº 5.107, de 13 de setembro de 1966. O FGTS em breve se tornou o maior fundo de poupança do país, sendo seus recursos administrados pelo BNH.

Os agentes que aproveitam os recursos têm de usar 65% dos depósitos de poupança em crédito imobiliário, com fortes restrições impostas pelo governo. Além da restrição do *funding* na época, outras restrições podiam ser consideradas, tais como a dificuldade para o credor de retomar os imóveis a partir do mutuário em caso de descumprimento do contrato. Além disso, os procedimentos legais utilizados costumavam levar um longo tempo até que uma solução fosse alcançada, o que ajudava a aumentar os riscos de um empréstimo. Com estes recursos, o SFH financiou mais de 10 milhões³ de unidades desde sua criação (1964-2007).

A credibilidade do sistema e dos contratos variou excessivamente de acordo com o comportamento da inflação e da crise recessiva dos anos 80. A correção monetária não refletia precisamente a perda do valor real causada pela inflação, o que dificultava a concessão de empréstimos.

Segundo a explicação da base do SFH, é evidente que o sistema se baseou em dois fatores básicos: a capacidade do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) e do FGTS de aumentar o financiamento e reduzir o nível de inadimplência dos mutuários. Além disso, o SFH teve um problema complexo. Devido à grande variabilidade da taxa de inflação no Brasil, não era possível operar com taxas de juros nominais prefixados. Assim, ao longo dos anos, vários índices foram utilizados para se corrigir as prestações, e sua função era a de assegurar uma taxa de juros positiva, em termos reais, para os mutuários, todavia, o objetivo final nunca era alcançado.

Uma vez concedido o primeiro empréstimo para a casa própria, nos termos da Lei nº 4.380/64 (criação do SFH), os protestos dos mutuários surgiram rapidamente e foram relacionados à indexação: queixavam-se de que, quanto mais parcelas pagas, maior era o saldo atual do devedor. As taxas de inflação nesse período foram diminuindo, e o problema se

3 Fonte: ABECIP.

tornou, portanto, temporário. Com o tempo, e especialmente a partir de meados dos anos 80, esse problema agravou-se, contribuindo para desestabilizar o sistema.

Outro protesto foi relacionado a mais um mecanismo de inadequação do sistema: o mutuário queixava-se de que as parcelas trimestrais eram corrigidas, enquanto os salários seriam reajustados apenas uma vez por ano, e estariam, assim, recebendo salários desatualizados quando comparado com a inflação. Para ajustar esse problema, o BNH instituiu o Plano de Equivalência Salarial (PES). Segundo este Plano, o saldo dos empréstimos seria ajustado trimestralmente pela Unidade Padrão de Crédito (UPC), mas as parcelas continuariam a ser ajustadas apenas uma vez por ano.

Com o divórcio entre as parcelas e correções dos saldos, o período de amortização do empréstimo começou a ser variável. Em qualquer caso, no entanto, o Fundo Compensação Variações Salariais (FCVS), criado em 1967 e gerido pelo BNH, iria encerrar a dívida remanescente do detentor da unidade. Assim, quem havia contratado um empréstimo de dez anos poderia amortizá-lo em um período maior ou menor, dependendo da evolução real do salário mínimo. O FCVS foi financiado através da aplicação de uma sobretaxa para a unidade do sistema, o Fator de Equivalência Salarial (FES), calculado de forma a manter o equilíbrio atuarial do plano.

O PES fez o SFH politicamente viável. Para os dez anos seguintes, em um ambiente de diminuição da inflação e de crescimento econômico acelerado, as medidas resultaram em um rápido crescimento do financiamento habitacional. Mas, a partir do final dos anos 70, e mais fortemente a partir de 1983, o SFH começou a “perder o fôlego” e a se tornar mais vulnerável.

Até o final dos anos 70, enquanto a inflação⁴ não era superior a 45% ao ano e os salários eram reajustados anualmente na mesma proporção, a saúde do FCVS foi mantida inalterada. Os problemas começaram a surgir no final de 1979, quando a Lei nº 6.708, de 30 de outubro de 1979, estabeleceu correção semestral dos salários e quando a inflação subiu para o nível de 100% ao ano. O desequilíbrio piorou com o aumento da inflação para mais de 200% ao ano e com a compressão dos salários reais em 1983.

4 Para uma análise histórica da inflação brasileira no período, suas contradições e “estabilização”, ver Luiz Carlos Bresser Pereira e Yoshiaki Nakano (1984).

Desta forma, o Decreto-lei nº 2.065, de 26 de outubro de 1983, veio a implementar a indexação por banda salarial (os mutuários de baixa renda passaram a ter os seus vencimentos reajustados em 100% da correção monetária, enquanto redutores foram aplicados aos segmentos de renda média e superior), comprimindo fortemente os salários reais da classe média, criando graves problemas para a insolvência dos mutuários do SFH e aumentando ainda mais a taxa de inadimplência dos contratos, como pode ser visto na tabela abaixo.

Tabela 1: Taxa de Inadimplência do SFH no período de 1980 a 1984

Taxa de Inadimplência SFH - 1980 a 1984			
Ano	Ate 3 meses de atraso	Mais de 3 meses de atraso	Total
1980	21,8%	4,3%	26,1%
1981	24,1%	3,7%	27,8%
1982	28,7%	4,8%	33,5%
1983	34,1%	12,3%	46,4%
1984	31,5%	23,1%	54,6%

Fonte: CEF

O período após o regime militar⁵ foi caracterizado pela crise do financiamento imobiliário baseado na política do SFH. A idéia de que o financiamento imobiliário poderia ser feito através de um sistema capaz de financiar a ele próprio (Governo não teria de colocar o seu próprio dinheiro nisso) desapareceu e alguns programas alternativos começaram a se tornar mais fortes.

Apesar da caótica situação econômica pela qual o país estava passando, outros fatores também contribuíram para a eclosão da crise: baixo desempenho social e baixo nível de liquidez (problemas relacionados com a indexação e FCVS e altas taxas de inadimplência). Devido à compressão dos salários reais e aos problemas de insolvência, o Governo criou um subsídio para os participantes. A motivação era reduzir taxas de inadimplência e aumentar a liquidez do sistema e, apesar de ter alcançado, inicialmente, os seus objetivos, este subsídio aumentou o descasamento existente entre os ativos (SBPE, FGTS) e passivos (mutuários parcelados).

5 Período da política brasileira em que os militares governaram o Brasil. Estendeu-se de 1964 a 1985 e caracterizou-se pela falta de democracia, supressão de direitos constitucionais, censura, perseguição política e repressão aos que eram contra o regime militar.

“Essa tentativa de mudança naufragou entre 1980-1984, em função do agravamento da crise econômica, marcada pelo crescimento da inflação e da vulnerabilidade do balanço de pagamentos, que culminou com o colapso cambial em 1982. Os mecanismos de financiamento da política habitacional foram duramente atingidos pela recessão econômica” (Fagnani, Braga e Silva, 1989).

Em 1985, já no governo do Sarney,⁶ o subsídio foi renovado. Em nenhum dos casos houve uma disponibilização de recursos orçamentais para o FCVS, e o fundo permaneceu desequilibrado. Devido a isso, ele acumulou uma defasagem de financiamento superior a 30 bilhões de dólares até 1985 (mais tarde chegou a 70 bilhões de dólares).

O BNH foi extinto em 1988 pelo governo Sarney, sendo suas funções absorvidas pela Caixa Econômica Federal (CEF), BACEN e Secretaria Especial de Ação Comunitária. A extinção do BNH foi repentina e imprevista. A expectativa geral sinalizava para a redefinição das atribuições do BNH, não para sua extinção (Azevedo, 1988; Melo, 1989; e Arretche, 1996). Esta decisão demonstrou uma falta de proposições para resolver problemas antigos, e como nenhuma solução foi dirigida ao antigo problema das questões institucionais, um simples corte do Banco foi decidido. Desta forma, o financiamento à construção e aquisição continuou a ser um problema que necessitava de solução.

A ação governamental, embora direcionada para programas alternativos (além do SFH) foi centrada em segmentos de baixa renda. Mas, esses programas se tornaram um fracasso devido a uma má utilização dos recursos e à inexistência de uma política clara de prioridades para a alocação desses recursos, o que tornou o programa uma presa fácil para o tráfico de influências e o apadreado. Depois de uma grande diminuição no número de unidades financiadas, houve uma retomada no número de financiamentos das operações em 1990 e 1991. Este foi grande o suficiente para comprometer o orçamento dos anos seguintes, comprometendo, inclusive, a originação de novas operações.

3.1.2. O SFI e a Securitização de Recebíveis

O início das mudanças começou a ser imposto ao SFH durante o mandato de Itamar Franco.⁷ Medidas para aumentar o controle e a transparência entre os novos programas

6 José Sarney de Araújo Costa foi o trigésimo primeiro Presidente do Brasil, governando de 1985 a 1990. Vice-presidente eleito pelo Colégio Eleitoral, na época assumiu o cargo devido ao falecimento do titular, Tancredo Neves.

7 Itamar Augusto Cautiero Franco foi Presidente do Brasil entre 2 de outubro de 1992 e 1º de janeiro de 1995. Durante seu mandato, Itamar foi um ativo defensor da campanha das “Diretas já!”.

habitacionais foram tomadas (aproximação entre Estados e o Governo Federal) e um ponto de inflexão começou a ser claramente observado. O PES, mecanismo responsável pelo início do “rombo” no FCVS, foi extinto pelo Governo.

Em 1997, foi criada e aprovada no Congresso Nacional a Lei nº 9.514, que estabeleceu o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), cujo objetivo era aliviar o descasamento entre ativos e passivos do SFH e dinamizar a oferta e demanda por financiamento imobiliário. Esta lei introduziu também o conceito da alienação fiduciária ao bem imóvel, de forma que até que o financiamento não fosse totalmente liquidado, o imóvel permaneceria ligado ao credor como uma garantia real ao crédito originado.

O SFI é um conjunto de normas legais que regula a participação de instituições financeiras (caixas econômicas, bancos comerciais, bancos de investimento, bancos com carteira de crédito imobiliário, sociedades de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimo e companhias hipotecárias) e não-financeiras (companhias securitizadoras) na realização de operações de crédito imobiliário, com a efetiva garantia de retorno dos capitais emprestados. As condições do SFI podem ser aplicadas a quaisquer operações de comercialização de imóveis com pagamento parcelado, arrendamento mercantil de imóveis e financiamento de imóveis em geral (AMARAL DE SOUZA, 2006).

O SFI busca efetuar operações segundo “condições de mercado”, ou seja, estabelecer um processo de desintermediação bancária para o financiamento da produção ao mesmo tempo em que oferece ganhos para investidores,⁸ direcionando um fluxo de investimentos para o setor imobiliário, objetivando aumentar a oferta de créditos destinados à construção e à aquisição de imóveis e flexibilizar novas contratações (OLZON VEDROZZI, 2007).⁹

Um de seus princípios básicos é a flexibilidade na contratação dos créditos, que pode ser realizada a taxas de mercado e, portanto, livremente pactuada entre as partes envolvidas, bastante semelhante aos modelos de países desenvolvidos. Sua criação buscava suprir lacunas deixadas pelo SFH, como o financiamento imobiliário às classes mais altas que não se enquadravam naquele sistema.

8 Fundos de renda fixa, fundos de pensão, bancos de investimento, companhias seguradoras, entre outros.

9 O SFI tem como idéia central retirar o intervencionismo estatal das relações contratuais, caracterizando os novos contratos como operações de mercado, livremente pactuado entre partes com vontades e direitos comuns.

As condições necessárias para contratação de operações no âmbito do SFI são: pagamento total do montante financiado e dos encargos estipulados no contrato, capitalização de juros e contratação de seguros pelo beneficiário. Desta forma, os imóveis que se enquadram na exigibilidade do SFI são aqueles capazes de gerar uma garantia imobiliária, com base nos quais tiver sido constituído um fluxo de recebíveis imobiliários securitizáveis, operação denominada securitização.¹⁰

A maior companhia securitizadora do Brasil, a CIBRASEC¹¹, foi criada em 1997 e tinha como objetivo estruturar o mercado secundário de recebíveis imobiliários, ampliando recursos para o financiamento imobiliário. Ela atua como intermediária entre originadores de crédito (incorporadoras e construtoras por exemplo) e investidores, adquirindo os créditos, estruturando as operações e emitindo os CRIs.

A atuação das securitizadoras é fundamental para permitir a compatibilização dos interesses de ofertantes e demandantes. Seu modelo em muito se assemelha a modelos de financiamento imobiliário baseados em operações de mercado em países desenvolvidos, como é o caso dos Estados Unidos. Neste país é evidente o papel das securitizadoras como estimuladoras do mercado secundário de recebíveis imobiliários,

3.1.3. Características dos Créditos Imobiliários Residenciais

Os créditos imobiliários originados no modelo brasileiro baseado no SFH são indexados à inflação (Índice Nacional da Construção Civil – INCC), e são voltados para atender a demanda dos mercados social e econômico, além de uma parcela do segmento de renda média. Os contratos originados pelo SFH possuem *loan to value*¹² máximo de 80%, caso as unidades financiadas tenham valor máximo de R\$ 245 mil, ou *loan to value* variável, quando a unidade tem valor de R\$ 350 mil reais,¹³ com prazos que variam de 20 a 25 anos. A taxa de juros máxima a ser cobrada é de TR + 12% ao ano no caso de operações pós-fixadas e de 14% ao ano no caso de operações pré-fixadas.

10 As companhias securitizadoras de crédito imobiliário são sociedades anônimas não-financeiras, que têm por finalidade a aquisição de recebíveis imobiliários e sua securitização mediante emissão e colocação, no mercado financeiro e de capitais, de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI. São fiscalizadas pela Comissão de Valores Mobiliários e têm seu funcionamento fixado pelo Conselho Monetário Nacional (Fonte: CIBRASEC).

11 Companhia Brasileira de Securitização

12 Expressão na língua inglesa que especifica o valor financiado sobre o valor do total do imóvel em questão.

13 O valor máximo financiado pelo SFH é de R\$ 245 mil, podendo a unidade adquirida ter como valor máximo R\$ 350 mil reais, situação onde o *loan to value* é de 70%.

Com as captações dos depósitos de poupança, os bancos comerciais devem emprestar 65% deste valor em operações de crédito imobiliário, sendo 80% no âmbito do SFH, com taxas de juros máximas de $TR + 12\%$ ao ano, e 20% em operações de financiamento imobiliário a taxas de mercado.¹⁴ O restante deve ser dividido da seguinte forma: 15% em forma de recursos a serem emprestados pelo bancos em qualquer tipo de operação a taxas livres e 20% recolhido como compulsório pelo Banco central.

3.1.4. Panorama atual do SBPE

Existem duas estruturas básicas que caracterizam o mercado de crédito imobiliário no Brasil. Primeiro, tem-se o mercado primário composto de diversas entidades que se relacionam entre si, o qual corresponde ao principal montante de oferta do crédito atualmente, sob dois regimes, o Sistema Financeiro de Habitação – SFH e o Sistema Financeiro Imobiliário – SFI. O primeiro tem regras rígidas e é dependente da captação de depósitos em cadernetas de poupança e recursos extra-orçamentários da União, o segundo, com regras mais flexíveis e normas avançadas, possibilita a criação de um mercado secundário para operações de crédito destinadas ao setor imobiliário, o que vem a garantir o avanço do mercado de crédito de longo prazo (COSTA, 2004).

Segundo a ABECIP (2006), os bancos comerciais possuem, nos dias atuais, uma grande motivação para originar novos contratos de financiamento imobiliário, sobretudo os destinados à construção de novas habitações, devido principalmente à melhora do ambiente macroeconômico brasileiro. Entretanto, o SFH depende profundamente da evolução dos depósitos da caderneta de poupança, que recentemente se tornou menos atrativa¹⁵ e perdeu captação para outras modalidades de investimentos.

De outra forma, um fator que influenciou positivamente as operações de crédito vinculadas à poupança foi a fixação de novas metas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), que iriam penalizar bancos que não aumentassem em 50% os financiamentos, quando comparados com o mesmo período de 2004, recolhendo o dinheiro não utilizado como compulsório e remunerando este a 80% da TR ao ano, bem menos do que a remuneração paga pelo banco ao correntista, que corresponde a $TR + 6\%$ ao ano.

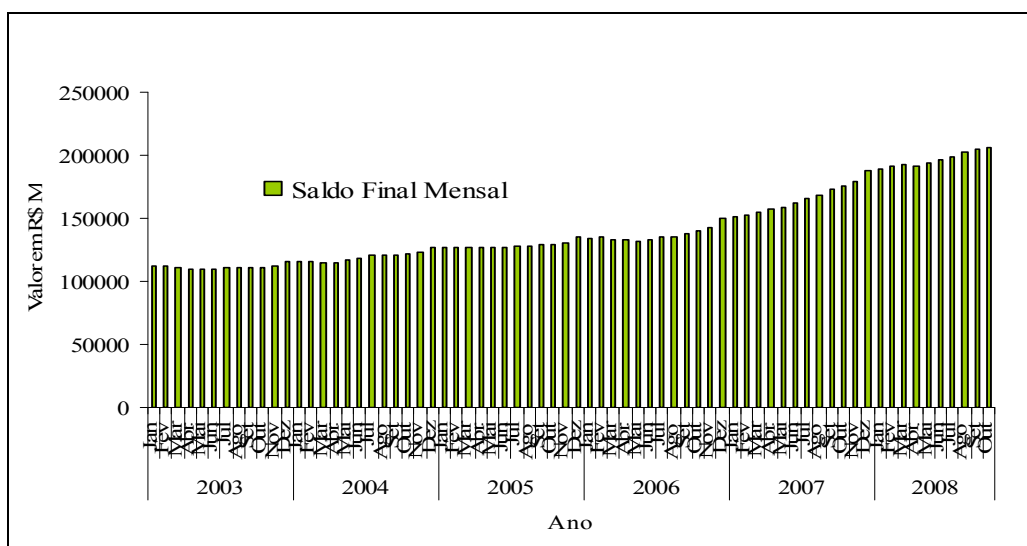
14 Entende-se por taxas de mercado as taxas definidas pelos bancos comerciais, sem que lhes sejam impostas limitações de qualquer forma.

15 Uma maior explicação acerca da atratividade da caderneta de poupança como modalidade de investimento se encontra no Capítulo 3 deste trabalho.

Além disso, a combinação de uma maior forma de regulamentação nas operações e, conseqüentemente, maior segurança incentivaram a contratação de novos contratos e alavancaram o crescimento do volume total de financiamentos imobiliários.

Como pode ser visto na tabela abaixo, de 2003 a 2007 os depósitos em caderneta de poupança nos agentes que integram o SBPE apresentaram captação líquida positiva,¹⁶ elevando o saldo final da poupança de R\$ 112 bilhões para R\$ 206 bilhões.¹⁷ Desta forma, o crescimento do número de unidades financiadas e do volume de operações financeiras de crédito imobiliário no âmbito do SFH também apresentaram crescimento vigoroso.

Gráfico 1: Saldo Final Mensal da Caderneta de Poupança

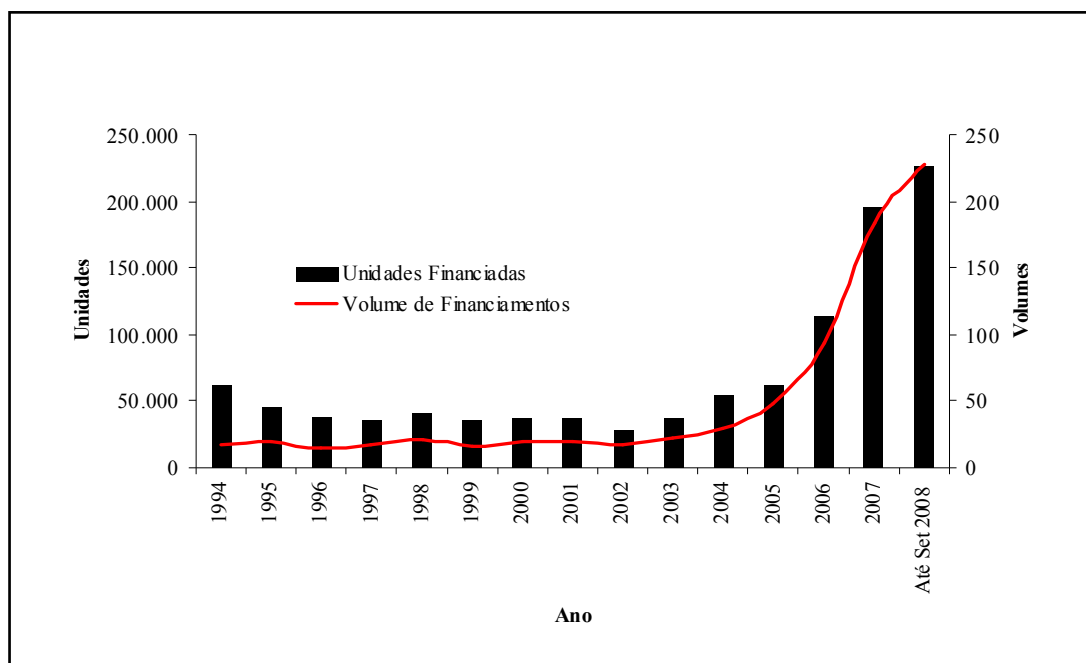


Fonte: Banco Central do Brasil

16 A captação líquida é positiva quando os depósitos em determinado período excedem o valor dos saques, e é negativa quando o valor dos saques excede o valor dos depósitos.

17 Soma-se aqui a rentabilidade da poupança ao longo do período mencionado (TR + 40,4%).

Gráfico 2: Volume e Número de Unidades Financiadas pelo SBPE



Fonte: Câmara Brasileira da Indústria da Construção – CBIC

Pode-se observar que as operações e volumes vêm crescendo constantemente desde 2003, após um período de indefinição desde o Plano Real. As perspectivas no país atualmente são boas, com expectativa de queda nas taxas de juros¹⁸ e condições econômicas favoráveis. Desta forma espera-se para o futuro um alargamento das base de mutuários e famílias que, dada a viabilização da parcela, poderão participar do mercado comprando uma moradia.

3.2. O MODELO DE FINANCIAMENTO MEXICANO

3.2.1. Considerações sobre o modelo mexicano

A forma com que o modelo mexicano de financiamento imobiliário tem se desenvolvido nos últimos anos tem chamado a atenção de muitos países emergentes, entre estes o Brasil, principal objeto do presente estudo. Dados recentes demonstram a evolução do mercado de financiamento imobiliário mexicano, cuja participação no PIB¹⁹ do país passou de 0,6% em 1997 para aproximadamente 4%²⁰ em 2007, e que deverá apresentar significativo crescimento, chegando a 27% em 2020.²¹

18 Fonte: Relatório Focus BC, Dezembro/2008.

19 PIB – Produto Interno Bruto.

20 No Brasil, o total de originações de financiamento imobiliário representa apenas 2% do PIB.

21 Fontes: Banco do México e Sociedad Hipotecaria Federal (SHF).

Durante o ano de 2007, o mercado mexicano de financiamento imobiliário residencial originou 881.738²² créditos destinados a pessoas físicas através de institutos patrocinados pelo Governo mexicano, INFONAVIT,²³ FOVISSSTE,²⁴ SHF,²⁵ bancos comerciais, instituições financeiras especializadas e Sofoles.²⁶ Este número se mostra muito significativo quando comparado com pouco mais de duzentas mil unidades do modelo brasileiro, tornando-se ainda mais relevante quando ajustado pela população dos dois países.

O recente *boom* imobiliário mexicano é, entretanto, recente. O mercado mexicano de financiamento imobiliário residencial sofreu um grande impacto negativo com a crise financeira sofrida pelo México em 1995. O país passou por uma recessão econômica que gerou, como resultado, um encolhimento do crédito bancário por mais de sete anos.²⁷

Durante os anos de crise, os bancos comerciais abandonaram o mercado hipotecário e o governo, como parte do pacote de estruturação do sistema financeiro mexicano e, após essa crise, criou as Sofoles.²⁸ Paralelo ao momento em que os bancos comerciais “abandonaram” este mercado e tiveram seu foco voltado para a recuperação de créditos imobiliários residenciais inadimplentes decorrentes da crise de 1995, as Sofoles, respaldadas pela SHF, passaram a oferecer produtos de financiamento ganhando rapidamente participação de mercado.²⁹

3.2.2. Instituições de Crédito Imobiliário Residencial

O modelo de financiamento imobiliário mexicano pode ser dividido em quatro grandes instituições responsáveis pela originação de créditos imobiliários. As principais instituições e fontes de recursos no modelo são os fundos de habitação, que são financiados pelas contribuições de empregados e empregadores, a INFONAVIT e a FOVISSSTE. A segunda principal fonte de recursos provém da SHF, com originação de créditos através das Sofoles. O

22 Fonte: Comisión Nacional de Vivienda – CONAVI.

23 INFONAVIT – Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores.

24 FOVISSSTE – Fondo de la Vivienda del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado.

25 SHF – Sociedad Hipotecaria Federal.

26 Sofoles – Sociedades Financieras de Objeto Limitado (Sofol).

27 *Vide* Anexo 2.

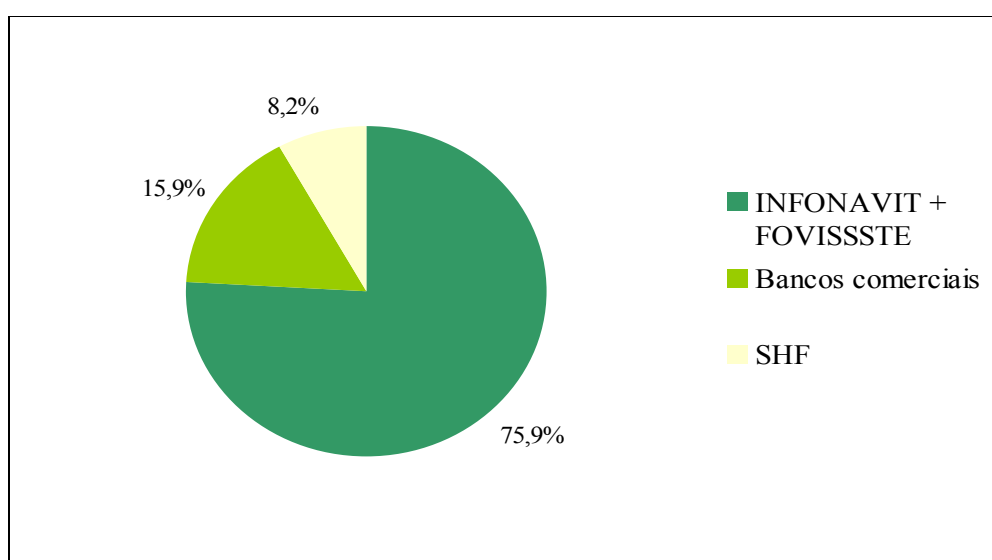
28 Sociedades financeiras de objeto limitado, equivalentes a sociedades financeiras não-bancárias. Essas instituições se distinguem dos bancos, pois não possuem permissão para captar recursos por meio de depósitos e só podem conceder créditos para determinada atividade ou setor específico.

29 Os bancos voltaram ao setor em 2004 oferecendo créditos a taxas de juros cada vez mais baixas, dispostos a recuperar o mercado perdido durante a crise citada. Contudo, as Sofoles haviam largado na frente e conseguiram manter sua presença no mercado. *Vide* Anexo 3

terceiro grupo é relacionado com programas de subsídios governamentais existentes para atender ao segmento de renda mais baixa.³⁰ Por último, e de menor representatividade no sistema, existem os bancos comerciais.

Pode-se observar, de acordo com a figura abaixo, a participação e distribuição do total de créditos originados entre as instituições mencionadas acima.

Figura 1: Participação dos Organismos na Originação de Novos Créditos Imobiliários em 2007



Fonte: Sociedad Hipotecaria Federal (2007)

3.2.3. SHF

A Sociedad Hipotecaria Federal, SHF, foi criada em 1963 com a denominação inicial de FOVI (Fondo de Operación y Financiamiento Bancario de la Vivienda), através de um contrato entre o Banco do México e a Secretaria de Habitación e Crédito Público com o objetivo de (i) conceder apoio financeiro às instituições de crédito, a partir do Fundo do Patrimônio de Crédito, destinadas a financiar a construção, aquisição e melhoria de habitação; (ii) avaliar o desenvolvimento do mercado financeiro para a habitação, planejar, coordenar e acompanhar programas para promover a habitação; e, (iii) emitir aprovações e consultoria técnica para projetos habitacionais.

³⁰ Também denominado segmento mínimo.

Em 11 de outubro de 2001 foi publicado, no Diário Oficial do México, o decreto emitido pela Lei Orgânica da Sociedade Hipotecária Federal, que afirma que a empresa deve impulsionar o desenvolvimento dos mercados primário e secundário para o crédito hipotecário, através da concessão de garantias à construção, aquisição e melhoria de moradia, bem como aumentar a capacidade produtiva e o desenvolvimento tecnológico relacionados à habitação. Com esta nova função, a SHF busca implementar o modelo gerado pela Fannie Mae,³¹ nos Estados Unidos, como uma agência de fomento ao desenvolvimento do mercado imobiliário residencial.

A SHF origina créditos imobiliários para a aquisição de moradias através das Sofoles, além de oferecer garantias e operações de *swap*³² ao mercado de financiamento imobiliário. Por se tratar de uma agência governamental, possui garantia de crédito do Governo do México e capta recursos financeiros junto ao mercado de capitais, em operações de crédito junto ao Banco Mundial e ate mesmo recursos públicos. A SHF tem, de acordo com sua regulamentação, capacidade financeira máxima de US\$ 4,5 bilhões para a colocação de seus diversos produtos. Essa agência foi a grande responsável pelo desenvolvimento do mercado das Sofoles no México, visto que, em sua atuação como banco desenvolvimento, tem sido a principal fonte de recursos financeiros dessas entidades. Seu público alvo são famílias com renda bruta mensal entre 2 e 26 salários mínimos, entretanto, cada vez mais, a SHF busca concentrar seu negócio no atendimento de um determinado segmento, o de famílias entre 7 e 12 salários mínimos.

A partir de 2009, a SHF não mais irá ser fonte de recursos financeiros para as Sofoles e terá como foco principal oferecer garantias para a originação de créditos imobiliários, operando diretamente no mercado secundário de créditos imobiliários como investidora e formadora de mercado, provendo liquidez em operações de securitização. A intenção é transformar a SHF em uma agência com total independência e com base capital própria. Já em 2005, a instituição havia começado a oferecer um produto de seguro de perdas no crédito residencial, o chamado *mortgage insurance*. Esse produto garante um valor de até 25% de perda na recuperação de um crédito imobiliário, oferecendo uma alternativa de mitigação de riscos aos participantes desse mercado.

31 Fannie Mae (FNMA) – Federal National Mortgage Association, uma das agências americanas de capital privado e com participação do Governo dos Estados Unidos, que tem como objetivo dar liquidez ao mercado secundário de créditos imobiliários residenciais naquele país. Pode-se também fazer um paralelo entre esta nova denominação da SHF e o SFI no Brasil.

32 Operações de *swap* são operações de troca de posições financeiras sobre ativos e/ou índices entre duas contrapartes.

3.2.4. Sofoles

As Sofoles são sociedades financeiras de objeto limitado³³ e equivalentes à figura das companhias hipotecárias e financeiras no Brasil. São organizadas como instituições financeiras, diferindo dos bancos comerciais por duas razões: (i) não são capazes (não têm permissão) de captar recursos do público em geral em forma de depósitos à vista ou poupança e (ii) são especializadas em outorgar crédito a somente um setor, o de hipotecas. Seus recursos financeiros são formados por capital próprio, linhas de crédito oferecidas pela SHF junto ao Governo do México e operações de dívida junto ao mercado de capitais.

Estas instituições têm sido as grandes operadoras da SHF, funcionando inicialmente como órgãos de repasse de produtos de crédito da SHF. Inicialmente, a SHF oferecia linhas de crédito tanto para a originação de créditos imobiliários como para operações de financiamento à construção. Atualmente, as Sofoles possuem linhas de crédito com a SHF apenas para a originação de créditos destinados à aquisição de moradias. Entre os anos de 1995 e 2004, as Sofoles originaram um número de créditos imobiliários cinco vezes superior à originação dos bancos comerciais.³⁴

Essas instituições são vistas pelo mercado como detentoras de um processo de administração de crédito e cobrança bastante eficientes, principalmente em relação aos clientes que são parte da economia informal. Esse é um dos grandes diferenciais entre as Sofoles e os bancos comerciais, o que permitiu às mesmas expandirem seus negócios para atender o setor informal da economia mexicana. Outro fator diferenciador em relação às Sofoles é que as mesmas têm sido as principais emissoras de operações de securitização de créditos imobiliários no México, buscando diferentes alternativas para a captação de recursos financeiros para esse mercado.

3.2.5. INFONAVIT e FOVISSSTE

O INFONAVIT e o FOVISSSTE foram criados em 1972 e possuem funções similares. O primeiro foi estabelecido como um fundo de poupança com ajuda do setor privado e era voltado a facilitar a aquisição da casa própria pelos trabalhadores da iniciativa privada. Cada trabalhador mexicano do setor privado possui uma conta individual INFONAVIT, onde

33 De acordo com a legislação mexicana, existem Sofoles voltadas ao mercado de financiamento imobiliário, de veículos, agrícola e comerciais.

34 *Vide* Anexo 3.

quinzenalmente é feito um aporte pelo seu empregador no valor equivalente a 5% de seu salário, similar à estrutura do FGTS no Brasil.

O valor existente em cada conta individual pode ser usado para pagar parte do preço de aquisição do imóvel. De forma complementar, um crédito originado pelo INFONAVIT é outorgado ao adquirente que deve pagar obrigatoriamente 25% de seu salário mensal bruto com desconto consignado.³⁵ Além disso, a contribuição mensal de 5% é utilizada no pagamento mensal do crédito. Esse instituto tem sido responsável pela maior parte das originações de créditos imobiliários residenciais no México. Dado o crescimento constante na outorga de novos créditos, o INFONAVIT emitiu sua primeira operação de securitização de créditos imobiliários em 2006 com o objetivo de captar recursos financeiros adicionais diretamente do mercado de capitais.

Esse instituto tem como foco o mercado de baixa renda e seu público alvo possui, normalmente, renda familiar entre 1 e 6 salários mínimos. Os créditos são outorgados através de um sistema de pontuação dado aos trabalhadores, dependendo de sua renda, número de dependentes familiares, depósitos voluntários, tempo de serviço e idade. Mensalmente são publicadas tabelas com pontos mínimos por Estado para a obtenção de créditos.

Posteriormente, com o objetivo de expandir a base de trabalhadores com demanda por crédito imobiliário, a instituição passou a criar diferentes tipos de produtos para trabalhadores com renda acima de 6 salários mínimos. Dessa forma, foram criados os produtos *Apoyo Infonavit*,³⁶ onde trabalhadores podem utilizar seus depósitos mensais de 5% de sua renda bruta como parte de pagamento de um crédito imobiliário outorgado por um banco comercial ou por uma Sofol, e o *Co-financiamiento*,³⁷ onde trabalhadores com renda entre 7 e 11 salários mínimos recebem um crédito imobiliário que é parcialmente outorgado pelo instituto e por um banco ou uma Sofol.

Um fator fundamental na formação do INFONAVIT é que o mesmo se trata de um instituto com administração tripartite, Estado, iniciativa privada e trabalhadores, o que leva a

35 Desconto ocorre diretamente na folha de pagamento do trabalhador.

36 O programa *Apoyo Infonavit* é um mecanismo que facilita o acesso ao crédito das instituições financeiras e incentiva o mercado de empréstimos hipotecários representando uma alternativa para a população que recebe mais de 4 salários mínimos (em particular, mais de 10). Este importante segmento equivale a 15% dos membros que têm direito ao amparo do INFONAVIT, ou seja, 2,5 milhões de trabalhadores.

37 O *Cofinavit* é um crédito concedido pelo INFONAVIT conjugado com um banco ou Sofole para a compra de uma habitação nova ou usada. Os créditos do co-financiamento não podem ser utilizados para a construção, pagamento de passivos ou remodelagem de uma casa.

uma maior estabilidade de suas políticas de longo prazo, independente da vontade única do governo mexicano e influências político-partidárias (OLZON VEDROZZI, 2007).

Já o segundo, o FOVISSSTE, possui como foco os trabalhadores do setor público. A instituição, até o presente momento, origina um volume de créditos bem reduzido quando comparado à INFONAVIT, não conseguindo desta forma repetir o sucesso desta. No FOVISSSTE os créditos são aprovados através de um sistema de loteria aplicado aos trabalhadores públicos elegíveis. Estes possuem uma renda bruta entre 4 a 7 salários mínimos, e após a definição dos créditos, seus pagamentos são feitos através de dedução direta do salário com um valor máximo de 25% da renda bruta do trabalhador, semelhante à INFONAVIT.

3.2.6. Bancos Comerciais

Os bancos comerciais, por sua vez, possuem, nos dias atuais, uma participação reduzida no total de créditos imobiliários originados no país, resultado das perdas decorrentes da crise financeira de 1995.³⁸ Sua recuperação começou a se dar a partir de 2004, quando alguns fatores contribuíram para que estes voltassem ao mercado imobiliário de uma forma bastante intensa. Entre esses fatores podem ser destacados: (i) a melhoria significativa dos níveis de capitalização dos bancos mexicanos com a entrada de instituições estrangeiras; (ii) a nova lei de falências;³⁹ (iii) novos incentivos fiscais, incluindo a dedutibilidade do imposto de renda pessoa física dos juros pagos em operações de crédito imobiliário; (iv) ambiente regulatório favorável;⁴⁰ e, (v) a melhoria do ambiente macroeconômico do país, com a redução das taxas de juros e inflação e o recebimento do grau de investimento pelas agências classificadoras de risco no ano de 2000.

A volta dos bancos deflagrou uma guerra de taxas que tomou conta do segmento de financiamento imobiliário, fazendo com que estas taxas atingissem níveis antes nunca vistos. Apesar disto, os produtos oferecidos pelos bancos comerciais são “rígidos”⁴¹ quando comparados com o das Sofoles, o que dificulta sua atuação no mesmo segmento destas.

38 *Vide* Figura 1.

39 Com a introdução da nova lei de falências no México em 2000, houve uma melhora significativa na forma de respeito aos contratos e aos direitos das instituições oferecedoras de crédito, facilitando os processos de cobrança e recuperação de créditos inadimplentes.

40 Novas reformas em 2003 introduziram o conceito de utilização de procedimentos administrativos, e não mais judiciais, na retomada de bens móveis e imóveis. Esses aspectos criaram um ambiente favorável, incentivando diversas instituições privadas a participarem desse mercado.

41 Os valores mínimos para solicitação de crédito nos bancos são pelo menos duas vezes maiores do que os valores oferecidos por uma Sofol. Além disso, os bancos não podem lidar com os recursos oriundos do

Os bancos comerciais foram os primeiros a oferecer produtos de financiamento com prazo de 20 anos a taxas de juros pré-fixadas. O público-alvo dos bancos comerciais também é diferente do das Sofoles, concentrando-se nos segmentos residencial e residencial *plus*,⁴² entretanto cada vez mais essas instituições têm migrado para atender o segmento médio, com produtos como o *Apoyo Infonavit*, também oferecido pelas Sofoles. A participação dos bancos nesse mercado ainda não é muito expressiva,⁴³ entretanto, esse segmento tem apresentado taxas de crescimento anuais de mais de 100% ao ano nos últimos anos, apesar de a conta ser feita através de uma base comprimida, conforme motivo já foi mencionado.

3.2.7. Características dos Créditos Imobiliários Residenciais

A grande maioria dos créditos imobiliários existentes no mercado mexicano é indexada à inflação (UDIs) ou à variação do salário mínimo, e normalmente é voltada para atender a demanda dos mercados social e econômico, além do segmento médio, com produtos originados principalmente pelo INFONAVIT e FOVISSSTE. Os créditos originados chegam a ter até 100% de *loan to value* do valor do imóvel, porém a grande maioria se situa no patamar de 90% e com prazos de até 30 anos. As taxas de juros atuais estão entre 4% e 9% ao ano mais a variação do salário mínimo ou da UDI, valor reduzido quando comparado com as taxas de juros de financiamento imobiliário no Brasil, situadas ao redor de 14%.

Bancos comerciais, por sua vez, oferecem créditos a taxas pré-fixadas aos segmentos residencial e residencial *plus*, que em 2003 passaram a ser cobertos também pelas Sofoles. Aqueles são normalmente mais exigentes com sua política de risco e desta forma oferecem créditos com média de 80% de *loan to value*. Os prazos variam geralmente entre 15 e 20 anos a taxas pré-fixadas que se situam entre 11% e 14% ao ano.⁴⁴

As Sofoles, por fim, restringem-se basicamente a créditos da SHF destinados ao atendimento de um segmento de média renda e são normalmente indexados em UDIs, embora o tomador do crédito pague indexação em salários mínimos além de pagar uma taxa pela operação de *swap* UDI-salário mínimo oferecida pela SHF. O *loan to value* chega a 90% e

trabalho informal, como no caso dos camelôs, camponeses, taxistas, garçons etc. Outro ponto importante é que as Sofoles oferecem produtos em UDIs (unidades de investimento com valor determinado pelo Banco do México por causa da inflação), e também em dólares, diferentemente dos bancos, onde as transações devem ser realizadas em pesos. O prazo concedido ao crédito também é variável, já que se estende dos 5 aos 25 anos, ao passo que os bancos oferecem um prazo máximo de 20 anos.

42 Segmentos voltados para as classes mais altas da população do México.

43 Este número se situa ao redor de 6% do estoque – Fonte: CONAVI.

44 Para um resumo completo das principais instituições de crédito imobiliário residencial existentes no mercado mexicano, incluindo suas características, segmentos e condições, verifique o Anexo 1.

com prazos de até 20 anos para amortização. Esses créditos têm sido originados a taxas entre 10% e 12% ao ano mais a variação da UDI.

3.2.8. A Securitização de Recebíveis Imobiliários no México

A partir de 2004 o desenvolvimento de um mercado secundário de créditos imobiliários residenciais passou a ser uma das grandes prioridades da política de habitação do México. A SHF e outras instituições iniciaram um projeto cujo objetivo é desenvolver este mercado secundário, incentivando o crescimento das operações de securitização. Estas operações permitem a captação de recursos financeiros oriundos de uma vasta gama de investidores, ampliando o acesso ao capital e promovendo o crescimento do mercado.

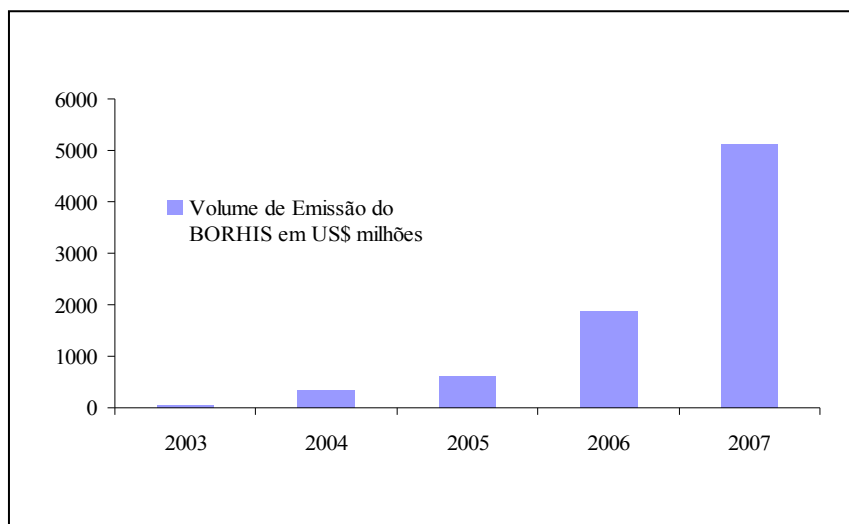
A SHF, atuando em sua função de órgão regulador, criou os chamados BORHIS,⁴⁵ modo como são denominados os CRIs do país. O objetivo final é o de criar uma forma de padronização do mercado secundário e reunir e armazenar tanto informações sobre o desempenho financeiro das carteiras de crédito securitizadas como dos títulos lastreados por essas carteiras, incentivando o interesse de investidores institucionais internacionais⁴⁶ pelo mercado mexicano.

A primeira operação de securitização de créditos imobiliários residenciais no México foi feita no final de 2003, e num montante de US\$ 60 milhões. Desde então, este mercado tem crescido a taxas compostas significativas, agregando cada vez mais participantes, atingindo o valor de US\$ 5,2 bilhões em 2007. O gráfico abaixo demonstra a evolução no volume de securitizações feitas no mercado mexicano desde sua primeira operação.

45 Bonos Respaldados por Hipotecas.

46 Grande parte dos investidores em operações de securitização de créditos imobiliários no México é doméstica, com participações de fundos de pensão locais (Afores – Administradoras de Fondos para el Retiro), fundos de investimento e seguradoras. O mercado de investidores institucionais é estimado em aproximadamente US\$ 120 bilhões, equivalente a 14% do PIB daquele país. Investidores estrangeiros, principalmente fundos *hedge*, têm participado ativamente desse mercado.

Gráfico 3: Volume Anual de Emissão do BORHIS



Fonte: Sociedad Hipotecaria Federal

O INFONAVIT, que também atua no segmento de securitização, possuía um volume de mais de US\$ 1 bilhão até o final de 2006. Essas operações são consideradas como uma classe de ativos à parte, os chamados CEDEVIS,⁴⁷ visto que os créditos originados por esse instituto diferem de forma substancial dos créditos padrão SHF.

3.2.9. Perspectivas de Crescimento

Apesar de as operações de securitização representarem menos de 10% do total de créditos imobiliários residenciais originados pelas Sofoles e de os bancos comerciais ainda não utilizarem os BORHIS como forma de captação de recursos, estima-se que o estoque de BORHIS em 2010 deve atingir um volume em torno de US\$ 10 bilhões.⁴⁸ Desta forma, auxiliado pelo novo papel da SHF em 2009, de fonte primária de financiamento à agente de liquidez, a securitização deve se tornar fonte principal de financiamento ao mercado de créditos residenciais na próxima década.

De forma a incentivar ainda mais esse mercado, a SHF tem exercido o papel de formadora de mercado em todas as operações de securitização, oferecendo posturas de preço para diversos níveis de subscrição, sendo inclusive considerada uma “investidora de última instância” no caso de falta de liquidez na operação.

47 Certificados de Vivienda.

48 Fonte: SHF.

3.3. COMPARAÇÕES E LIÇÕES DOS MODELOS HABITACIONAIS BRASILEIRO E MEXICANO

Em 2007, o modelo mexicano de financiamento imobiliário originou mais de três vezes o número de habitações financiadas pelo modelo brasileiro.⁴⁹ Este número se mostra bastante representativo, especialmente quando é feita a comparação com o PIB e a população dos dois países.⁵⁰

Apesar desta grande discrepância, os modelos de financiamento imobiliário adotados no México e no Brasil não apresentam diferenças substanciais. As razões fundamentais que explicam o sucesso do modelo mexicano são simples. Em primeiro lugar, o Governo mudou a forma de entender a moradia, que deixou de ser somente um bem social para se converter em bem econômico. Essa modificação também gerou mudanças nas políticas públicas de habitação e tem ajudado a modernizar os órgãos públicos, como o Fundo Nacional da Moradia dos Trabalhadores (INFONAVIT), o Fundo de Moradia dos Trabalhadores do Estado (FOVISSSTE) e a Sociedade Hipotecária Federal (SHF).

Em segundo, o Governo e as instituições privadas do país vêm trabalhando continuamente para buscar soluções que dinamizem a originação de cada vez mais créditos para compra da moradia.

A terceira razão a ser apontada se traduz no fato de o México apresentar um quadro mais longo de estabilidade macroeconômica⁵¹ do que o Brasil. Estes fatores foram fundamentais para a criação de um sistema menos burocrático e mais criativo do que o brasileiro, embora, na prática, os modelos dos dois países apresentem um esqueleto bastante semelhante.

O México criou alguns instrumentos que se têm mostrado eficientes como forma de facilitar o acesso ao crédito imobiliário. Um deles é o INFONAVIT, similar ao nosso Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS). A diferença entre eles é que o saldo existente na conta de um trabalhador cadastrado no INFONAVIT pode ser utilizado mensalmente para abater a dívida com a casa própria. Já o dinheiro do FGTS é liberado apenas para dar a

49 Em 2007 foram financiadas 227 mil unidades no Brasil e 881 mil no México. Fonte: CBIC, SHF e CONAVI.

50 Em 2007 o PIB brasileiro foi de US\$ 1,31 bilhão enquanto o do México foi de US\$ 0,893 bilhões. Já a população era de 192 milhões e 107 milhões, respectivamente.

51 Entenda-se por ambiente macroeconômico, principalmente, a estabilidade dos preços e das taxas de juros.

entrada no imóvel. Depois disso, é possível somente fazer amortizações do saldo devedor no final de cada ano.

Além disso, no Brasil, o fato de a maior parte do volume de crédito para financiamento da casa própria ter como lastro os depósitos de poupança constitui um entrave adicional, pois limita a quantidade de dinheiro disponível ao crescimento do saldo de depósitos. Esta limitação não é encontrada no modelo mexicano.

O resultado disto é que não somente um ambiente macroeconômico saudável é capaz de dinamizar e estimular novas originações de crédito imobiliário. É necessário que sejam racionalizadas as exigências de investidores, de forma a se criar uma legislação que proporcione maior segurança jurídica a todos, racionalizar a demanda de mutuários de forma a desonerar tributariamente a atividade e, principalmente, a reduzir a burocracia para a viabilização de projetos.

A partir do momento em que a moradia deixa de ser um peso para o Governo, que garante subsídios constantes para o setor, e é convertida em um negócio rentável onde mecanismos de competição e concorrência⁵² garantem uma maior alavanca para o bem do interesse público, o crédito imobiliário em países subdesenvolvidos como Brasil e México tende a crescer a níveis significativos e o déficit habitacional tende a ficar no limite zero.

52 Um caso de concorrência saudável é a disputa entre Sofoles e Bancos comerciais no México para atender pessoas de renda mais baixa.

IV. O *BOOM* RECENTE DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO E OS EFEITOS DA CRISE FINANCEIRA DE 2008

Desde a criação do SFH até o final de 2008, mais de 10 milhões de casas já participaram do sistema de financiamento, seja na aquisição ou na construção da nova unidade. Neste Capítulo será discutido o recente *boom* de crédito imobiliário no período de 2003 a 2007, e a aceleração na taxa de originações de operações de financiamento, destacando-se suas possíveis razões e o início das consequências e impactos que a crise de crédito internacional causa nos fluxos do sistema.

4.1. A RELAÇÃO ENTRE DEPÓSITOS DE POUPANÇA E TAXA DE JUROS

A Caderneta de Poupança é, além de uma modalidade de aplicação financeira, o principal pilar do SFH. Um aumento líquido nas captações da caderneta se reflete imediatamente na exigência dos bancos de disponibilizar 65% do valor em operações de crédito imobiliário.

Após diversas modificações introduzidas no seu regime de funcionamento, particularmente no que tange à sua remuneração, destaca-se a Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964, que instituiu a correção monetária para os depósitos de poupanças. Ou seja, além da remuneração anual de 6% ao ano (ou 0,5% ao mês), os valores depositados em cadernetas passaram a ser atualizados mensalmente pela correção monetária, conforme percentual definido pelo Banco Central do Brasil. Esse sistema de correção vigorou até 1994, ano em que foi instituído o Plano Real.⁵³

Atualmente, os valores depositados na poupança da Caixa são remunerados mensalmente a uma taxa de juros de 0,5%, aplicada sobre os valores atualizados pela Taxa Referencial (TR). A metodologia de cálculo da TR tem como base a taxa média mensal ponderada ajustada dos CDBs pré-fixados de trinta instituições financeiras selecionadas, sendo eliminadas as duas de menor e as duas de maior taxa média. A base de cálculo da TR é

⁵³ Plano de estabilização econômica criado em 30 de junho de 1994 com projeto elaborado por Fernando Henrique Cardoso no governo de Itamar Franco.

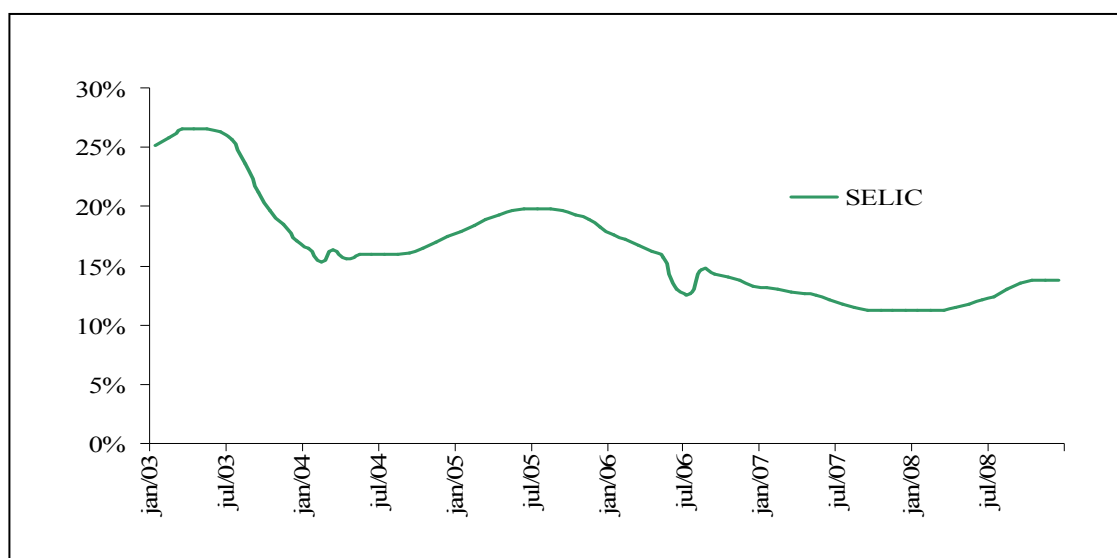
o dia de referência, sendo calculada no dia útil posterior. Sobre a média apurada das taxas dos CDBs é aplicado um redutor que varia mensalmente. Desta forma, a TR apresenta uma volatilidade menor do que a variação diária das taxas de juros de mercado.

Dado o modelo de atuação do SFH, sempre que houver captação líquida na poupança, os bancos devem obrigatoriamente destinar 65% do valor para operações no âmbito imobiliário. Desta forma, para o sistema funcionar de maneira saudável e o crédito ser disponibilizado constantemente, é necessário que a remuneração da Caderneta de Poupança seja atraente para investidores dentre seus custos de oportunidade disponíveis, de forma que o fluxo líquido de recursos da Caderneta de Poupança seja constantemente positivo.

Considerando que o principal custo de oportunidade para algum investidor no país é a taxa básica de juros da economia, evidencia-se a necessidade de uma redução nos juros básicos de forma a tornar a poupança cada vez mais atraente para os investidores e conseqüentemente mais eficaz como mecanismo capaz de suprir a demanda de crédito imobiliário.

O Brasil sempre foi historicamente um país onde a taxa básica de juros se encontra entre as mais altas do mundo. Hoje, a taxa básica de juros se encontra em 13,75% ao ano, após atingir um valor de 11,25% ao ano. Apesar desta ligeira alta em relação ao valor mais baixo mencionado, a trajetória da taxa de 2003 a 2008 foi de queda, passando de 25% para 13,75% como podemos ver na tabela abaixo:

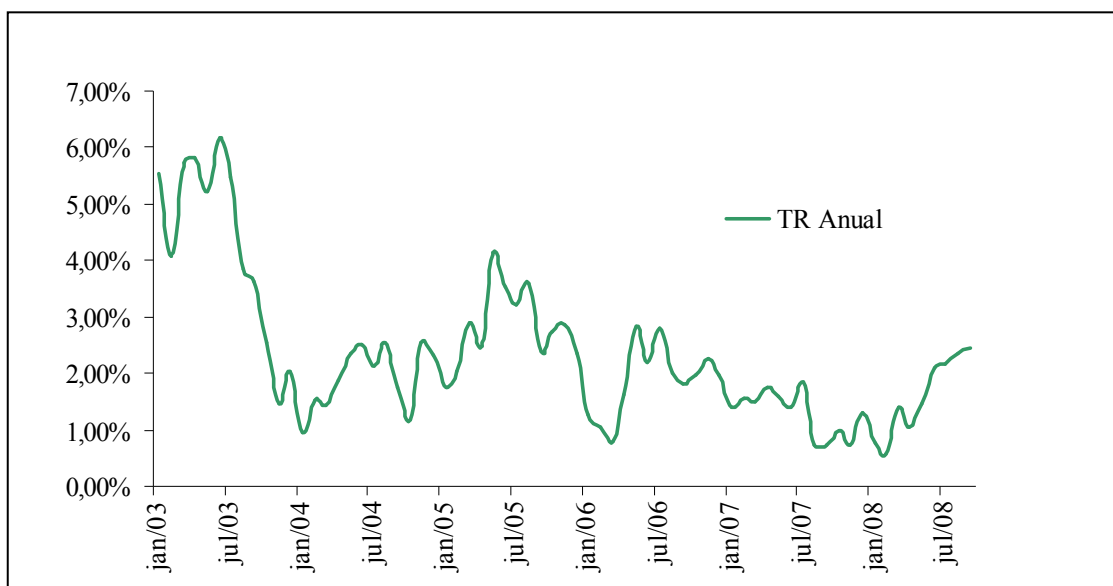
Gráfico 4: Evolução da Taxa Básica de Juros no Brasil no Período de 2003 a 2008



Fonte: Banco Central do Brasil

Podemos, da mesma forma, observar na tabela a seguir a trajetória de queda da TR, que absorve de maneira menos volátil a trajetória de quedas dos juros básicos da economia.

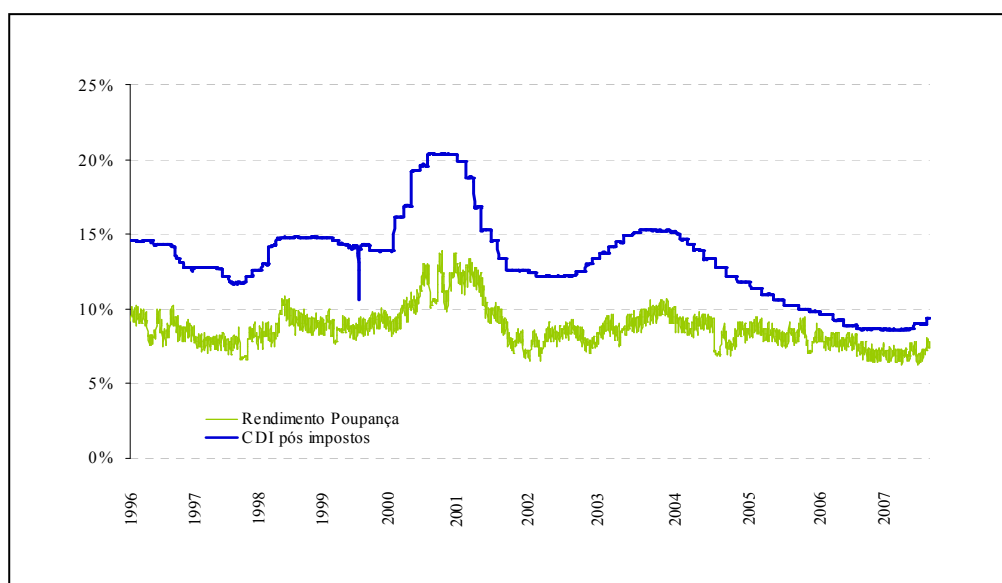
Gráfico 5: Evolução da Taxa Referencial no Período de 2003 a 2008



Fonte: Banco Central do Brasil

De acordo com essas trajetórias acima demonstradas, pode-se chegar a uma figura que representa o custo de oportunidade de um investidor entre aplicar na caderneta de poupança, em que obterá como rendimento $TR + 6,5\%$ ao ano ou aplicar à taxa básica de juros. A representação deste custo de oportunidade é demonstrado de acordo com a figura abaixo:

Gráfico 6: Relação entre Rendimentos da Poupança e do Certificado de Depósito Interbancário⁵⁴ de 1996 a 2008



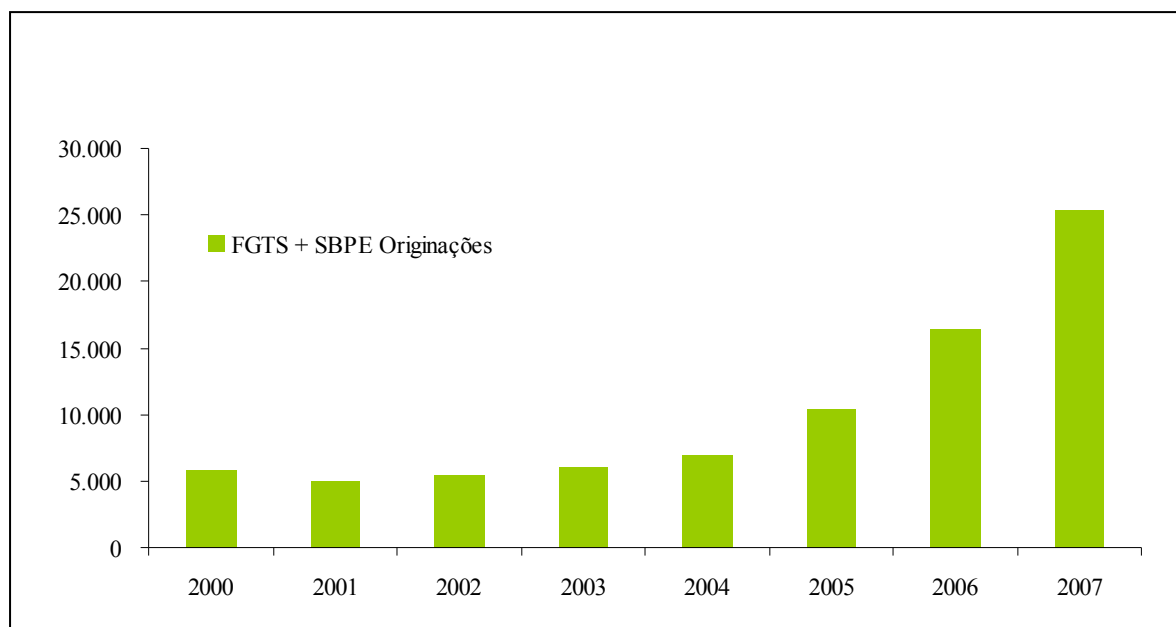
54 Utiliza-se aqui o CDI como *Proxy* para a taxa básica de juros SELIC.

O gráfico demonstra claramente o estreitamento do *spread* entre a rentabilidade da aplicação de recursos na Caderneta de Poupança, que não incorre em imposto sobre rendimentos financeiros e/ou renda, e a aplicação de recursos em alternativas de investimentos que geram como rentabilidade a taxa básica de juros menos a alíquota vigente de imposto de renda (sendo desconsiderados custos administrativos e operacionais). É possível observar, desta forma, que a poupança vinha se tornando um investimento cada vez mais atraente com a queda dos juros da economia.

4.2 A EVOLUÇÃO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO PERÍODO 2003-2008

No período de 2003 a 2008 observou-se, no Brasil, uma aceleração da taxa de crescimento do financiamento imobiliário tanto em número de unidades financiadas, como, principalmente, em volume de financiamentos originados tanto de recursos do FGTS como do SBPE. Aquele, que cresceu no período de 1970 a 2000 com velocidade média de 3,3% ao ano, acelerou para 20,7% ao ano no período de 2003 a 2007⁵⁵ enquanto este passou de 24% ao ano entre 1995 e 2007 para 43,2% no período de 2003 a 2007.

Gráfico 7: Volume Total dos Contratos de Financiamento Imobiliário no Âmbito do SFH (FGTS + SBPE) – R\$ milhões



Fonte: CBIC.

⁵⁵ Este cálculo considera somente o período ate 2007 devido à falta de dados completos para o ano de 2008.

Essa aceleração da taxa de originações de operações de crédito imobiliário pode ser atribuída basicamente a três fatores:

(1) Novas medidas no arcabouço institucional e condições operacionais que garantiram maior segurança jurídica aos contratos novos e antigos e menor burocracia na formação de novos contratos de financiamento imobiliário.

(2) Ambiente econômico favorável com inflação sobre controle e aumento da renda do trabalhador.

(3) Queda na taxa básica de juros estreitando o *spread* entre a remuneração do capital desta e da Caderneta de Poupança, aumento da atratividade desta última como alternativa de investimento e liberação de novos recursos para a formação de novos contratos.

No âmbito das novas medidas no arcabouço institucional podem ser destacadas diversas leis e medidas que criaram diversas novas formas de segurança jurídica para os contratos, regulando de forma mais efetiva as operações de financiamento imobiliário, reduzindo o excesso de burocracia e aumentando a concorrência e competição por parte dos bancos envolvidos.

A Lei nº 9.514, de 1997, instituiu o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI),⁵⁶ sendo este uma modalidade de financiamento que permite que os agentes financeiros emitam contratos, cujos créditos poderão ser transformados em títulos financeiros oferecidos no mercado de capitais para atrair recursos para o mercado imobiliário. O SFI se diferencia do SFH pelo fato de permitir uma cobrança de juros maiores (superior a 12% ao ano) e pela possibilidade da venda ser feita através da alienação fiduciária.⁵⁷

56 Conforme CHALHUB, Melhim Namem. *Propriedade imobiliária: função social e outros aspectos*, Renovar, 2000, p. 135. Nesse sentido transcreve-se o trecho: “as mais importantes inovações presentes na Lei nº 9.514/97 são: (i) a criação de um novo título de crédito lastreado em crédito imobiliário; (ii) a previsão de funcionamento de companhias que tenham por finalidade específica a aquisição e a securitização de créditos imobiliários, mediante emissão e colocação de títulos denominados Certificados de Recebíveis Imobiliários (“CRI”); (iii) a regulamentação da alienação fiduciária de bens imóveis; (iv) nova disciplina da cessão fiduciária de direitos creditórios oriundos de comercialização de imóveis; e (v) garantia fiduciária dos créditos vinculados aos CRI, objeto da securitização”.

57 Alienação fiduciária de bem imóvel é o negócio jurídico pelo qual o devedor, ou fiduciante, com o escopo de garantia, contrata a transferência ao credor, ou fiduciário, da propriedade resolúvel de coisa imóvel (Lei nº 9.541/97, art. 22). Nesse contrato, se o imóvel for de propriedade do construtor e por este mesmo financiado em favor do adquirente ou devedor, a propriedade passa a assumir a forma de propriedade fiduciária, de caráter resolúvel, ou seja, a propriedade efetiva do imóvel somente será transmitida ao adquirente após a quitação do preço total da aquisição. É importante ressaltar que a alienação fiduciária é hoje válida para qualquer tipo de contrato.

Já a Medida Provisória (MP) nº 2.221, de 2002, na tentativa de dar uma maior confiabilidade ao mercado, instituiu o patrimônio de afetação, permitindo a segregação do acervo de cada incorporação imobiliária. De acordo com Ghidetti:

“O patrimônio de Afetação, que somente surge com a averbação do ‘TERMO’ no Registro Geral de Imóveis, é de um instrumento criado para impulsionar a venda de imóveis, pois os adquirentes do patrimônio, estarão comprando um bem com a garantia de que o mesmo, não responderá por dívidas e obrigações vinculadas à construtora.”⁵⁸

Por fim, a Lei nº 10.406, de 2004, além de consolidar o patrimônio de afetação, estabeleceu requisitos sobre contratos de comercialização de imóveis, tratou da atualização monetária desses contratos, dispôs sobre a matéria incontroversa, garantindo maior segurança aos emprestadores em caso de inadimplência⁵⁹ e criou novos títulos de crédito para incentivar o mercado imobiliário. Embora elaborada, planejada e direcionada visando o fomento do mercado imobiliário através da criação de mecanismos que garantissem segurança jurídica às partes nos contratos de comercialização de bens imóveis, terminou por trazer regras que consolidaram o processo de busca e apreensão de bens móveis objeto de contratos de alienação fiduciária.

O cenário econômico, por sua vez, foi fundamental para a aceleração na taxa de formação de novos contratos. Este se alterou profundamente desde o ano 2000. Entre 2001 e 2003, o PIB cresceu à taxa média de 1,7% ao ano. De 2004 em diante, a média de crescimento elevou-se para 4,5% ao ano. Ressalta-se, ainda, que o maior crescimento veio acompanhado de menos inflação. A taxa de inflação anual, que era de dois dígitos no início desta década, recuou, em média, 2 p.p. ao ano, atingindo 3,1% em 2006, nível inferior à média mundial (3,5%) e próxima dos países desenvolvidos (2,0%). Em 2007, a inflação no Brasil foi de 4,5%, o que é pouco mais da metade da inflação nos países emergentes.⁶⁰

Em 2008, sinais contundentes de crescimento econômico vieram acompanhados de estimativas de aceleração da inflação. O aumento da inflação não é um fato exclusivo do Brasil: pelo contrário, ocorre em todo o mundo, refletindo a crescente demanda internacional, em especial por alimentos, energia e *commodities* metálicas. Os índices de preços aumentaram no mundo inteiro desde 2007, inclusive entre países desenvolvidos. No Brasil, o

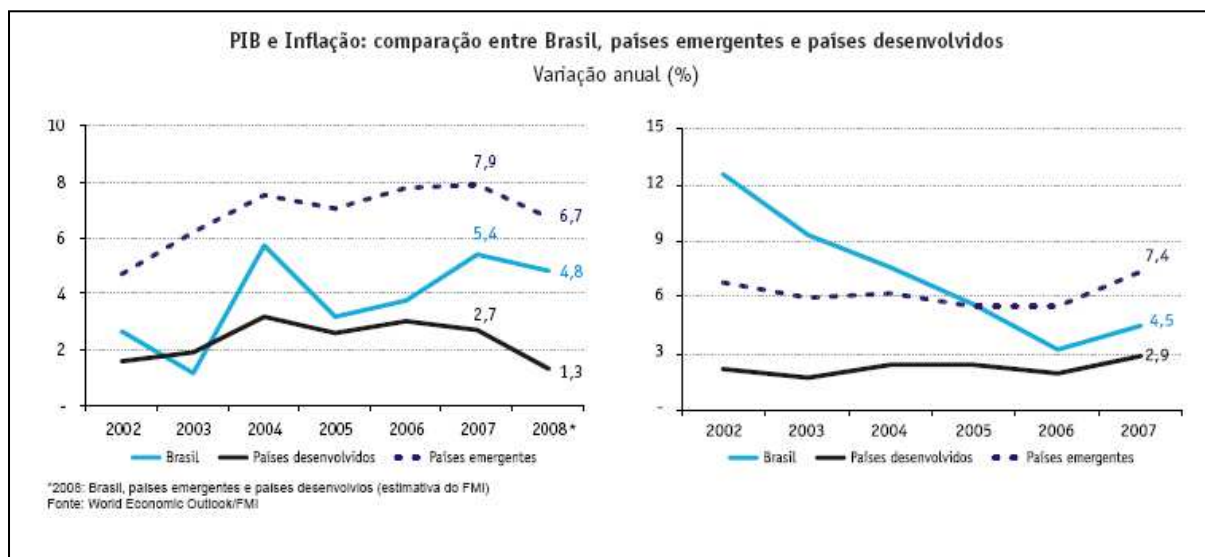
58 GHIDETTI, Fabricio Alves. Lei de incentivo ao setor da construção civil . Jus Navigandi, Teresina, ano 9, nº 735, 10 jul. 2005. Disponível em: com.br/doutrina/texto.asp?id=6959>.

59 A regra do incontroverso determina que o principal da parcela – a parte que não corresponde a juros ou correção – precisa ser pago pelo mutuário mesmo quando ele entra com ação na Justiça para discutir valores do financiamento.

60 Fonte: Confederação Nacional da Indústria – Notas Econômicas.

índice de preços ao consumidor (IPCA) já acumula crescimento de 5,61%⁶¹ ao ano até novembro, sendo que a variação dos últimos 12 meses foi de 6,4%, ultrapassando o centro da meta de inflação perseguida pelo Banco Central.⁶² Esta aceleração foi suficiente para o Banco Central parar a tendência de queda dos juros, elevando-o 2,5% desde seu menor valor.⁶³

Figura 2: Produto Interno Bruto e Inflação no Brasil de 2002 a 2008



Fonte: CNI – Notas Econômicas

O rendimento médio real do trabalhador, por sua vez, vem crescendo nos últimos anos apresentando uma recuperação em relação aos níveis do início da pesquisa, em fevereiro de 2002. A média em 2002 foi, respectivamente, de R\$ 1.274,13; de R\$ 1.117,80 em 2004; de R\$ 1.195,47 em 2006 e R\$ 1.244,77 nos meses de janeiro a outubro de 2008.⁶⁴

Por fim, a tendência de queda das taxas de juros⁶⁵ também foi fundamental para a citada aceleração ao dinamizar/fortalecer os lados da demanda e oferta por operações de crédito imobiliário. No lado da demanda, a queda permitiu que os novos financiamentos fossem realizados a taxas mais baixas, possibilitando a um número maior de famílias a aquisição de uma nova casa. Já no lado da oferta, esta queda causou o estreitamento do *spread* entre a remuneração do capital básico no país (SELIC) da Caderneta de Poupança, aumento

61 Fonte: Índices Nacionais de Preço ao Consumidor – IPCA e INPC, IBGE.

62 O centro da meta de inflação estipulada pelo governo é de 4,5%, com margem de tolerância de dois pontos para cima ou para baixo.

63 O menor valor da taxa ocorreu em 11,75% ao ano. Hoje a taxa SELIC se encontra em 13,75% ao ano.

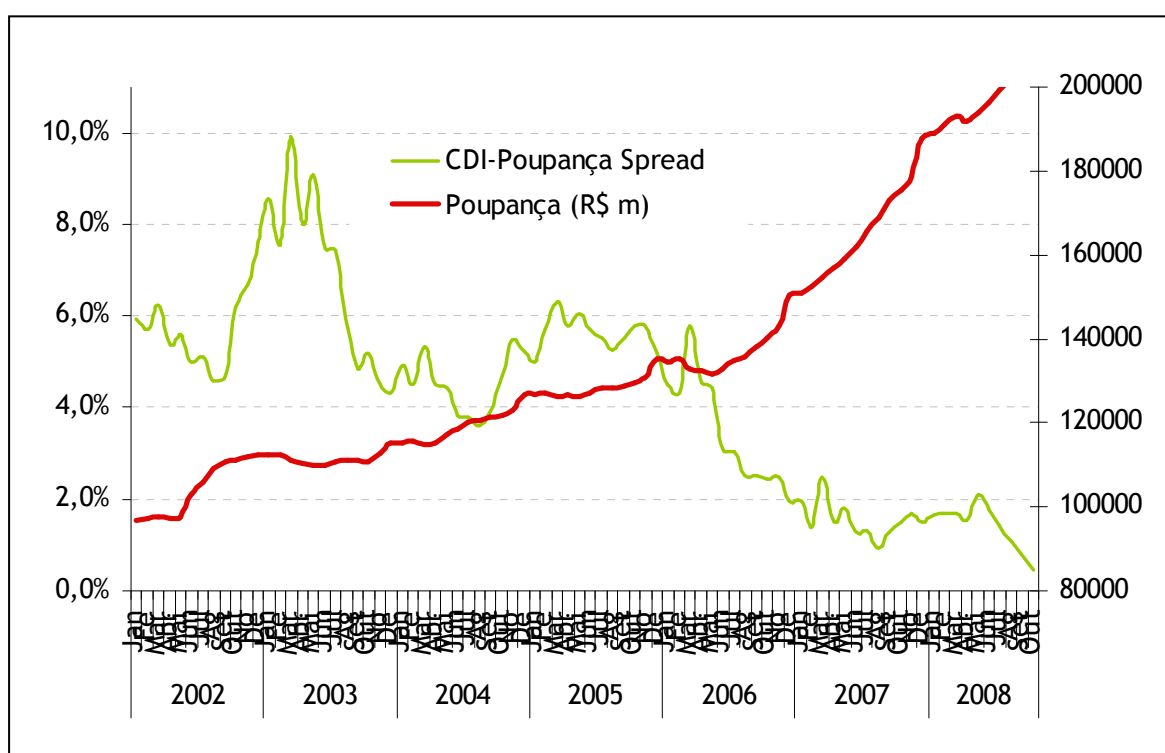
64 Fonte: Pesquisa Mensal de Emprego; Rendimento médio real do trabalho principal, efetivamente recebido no mês de referência, pelas pessoas de 10 anos ou mais de idade, ocupadas na semana de referência; IBGE.

65 Vide Gráfico 5.

da atratividade desta última como alternativa de investimento e liberação de novos recursos para a formação de novos contratos.

A situação descrita no lado da oferta pode ser explicada pelo gráfico abaixo. Nele pode-se ver claramente o crescimento recente que o estoque total de depósitos de poupança apresentou à medida que o *spread* entre a taxa de juros⁶⁶ menos o rendimento da Caderneta de Poupança se reduzia com as medidas adotadas na política monetária.

Gráfico 8: Relação entre Crescimento do Estoque de Poupança e Custo de Oportunidade de Investidores.



Fonte: Economática e Banco Central do Brasil

4.3 O QUADRO ATUAL DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO

O ano de 2008 foi bastante conturbado do ponto de vista da economia mundial. A intensa crise de crédito que atingiu todo o sistema financeiro mundial vem levando à falência diversas instituições financeiras e empresas multinacionais,⁶⁷ conseqüentemente, o nível de

⁶⁶ O cálculo deste *spread* leva em consideração uma alíquota média de imposto sobre rendimentos de 22,5%.

⁶⁷ Instituições ora de renome, como a Lehman Brothers, pediram concordata, enquanto diversas outras vêm sendo socorridas pelos respectivos Governos estaduais para não apresentarem o mesmo fim.

demissões vem aumentando dia após dia, fazendo com que a taxa de desemprego se eleve. O conjunto destes fatores demonstrou que diversas economias ao redor do globo já apresentam sinais severos de recessão.

O Brasil, por sua vez, não é capaz de escapar ileso desta crise, apesar de seu fortalecimento ao longo desta década. Dados da economia brasileira em dezembro de 2008 demonstram que a crise financeira e econômica mundial chegou ao Brasil de forma repentina e bem mais forte do que as previsões feitas pelo Governo e pelo mercado. Esses resultados negativos podem ser mensurados com uma forte retração econômica, na análise do Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI, 2009).⁶⁸

Entre alguns exemplos que caracterizam o que foi previamente citado estão a queda de 13,5% do Sinalizador da Produção Industrial (SPI)⁶⁹ em dezembro de 2008 com relação à novembro de 2008; a queda na produção de veículos em dezembro de 2008, de 102 mil unidades,⁷⁰ sendo a menor desde janeiro de 2000 e representando variações de – 38% em relação à novembro, mês que já havia registrado queda de 29,2% em relação à outubro, e – 53,8% na comparação com dezembro de 2007; e o aumento dos juros cobrados pelos bancos em suas operações, devido ao aumento do *spread* bancário como consequência de um risco maior de inadimplência.

No setor imobiliário, as estatísticas se confundem. Enquanto três dos maiores bancos brasileiros aumentaram no início de outubro a taxa de juros para o financiamento da casa própria,⁷¹ o que leva ao aumento das prestações por parte dos mutuários e gera dificuldade de capitalização por parte das incorporadoras, conseqüentemente conduzindo a um resfriamento do sistema, a ABECIP divulgou que o financiamento imobiliário com recursos das cadernetas de poupança atingiu, em 2008, o número recorde de 299.746 unidades, sendo este número superior ao recorde anterior de 267 mil unidades, registrado em 1981. Em relação a 2007, o número de imóveis financiado teve expansão de 53%.

⁶⁸ EDI é um instituto privado de estudos sobre a indústria e o desenvolvimento nacional, bem como sobre a questão externa. Reúne os empresários representantes de grandes empresas nacionais.

⁶⁹ O SPI é elaborado em parceria entre a Fundação Getúlio Vargas e a AES Eletropaulo, e indica a produção física industrial no Estado de São Paulo.

⁷⁰ Fonte: Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea).

⁷¹ O Bradesco mudou a taxa de 9% para 10,5% ao ano para imóveis até R\$ 120 mil. O Itaú reajustou o teto dos juros cobrados para 12%. No Unibanco, a taxa passou de 11% para 12%.

Já os volumes também foram recordes. As novas operações contratadas pelos agentes financeiros do SBPE, que operam com recursos das cadernetas de poupança, atingiram R\$ 30,048 bilhões no ano passado, o que significa um aumento de 64,36% sobre 2007, quando o volume foi de R\$ 18,282 bilhões. No mês de dezembro as contratações de financiamentos imobiliários realizadas pelos agentes do SBPE atingiram quase R\$ 2,547 bilhões, o que representa um crescimento de 36,9% na comparação com dezembro de 2007.

Por fim, os novos depósitos efetuados nas contas poupança superaram os saques (captação líquida) em R\$ 13,85 bilhões em 2008. Frente ao ano anterior, houve queda, já que em 2007 esse valor ficou em R\$ 26,5 bilhões. Apenas em dezembro, o montante atingiu R\$ 4,318 bilhões, número maior que o do mês anterior, quando esse valor atingiu R\$ 2,166 bilhões.

Esses números se mostram bastante fortes e consistentes, apesar do aumento da taxa básica de juros em 2008 e da crise econômica que se intensificou no segundo semestre do ano. As perspectivas, porém, não são fracas para o financiamento. Em janeiro de 2009 o Comitê de Política Monetária do Banco Central (COPOM) optou por reduzir a SELIC em 1 ponto percentual.⁷²

Mesmo com a chegada da crise ao Brasil, refletida principalmente na falta de crédito e queda da demanda, a instituição vinha optando por manter a SELIC inalterada desde setembro do ano passado, temendo os impactos da alta do dólar sobre os preços no país. Esse movimento foi compensado, no entanto, pela queda na cotação de vários produtos, como alimentos e petróleo no mercado internacional.

Após esta reunião, novos cortes na SELIC são esperados. De acordo com a pesquisa Focus, realizada pelo BC com o mercado financeiro, os economistas esperam agora uma sequência de novos cortes nos juros: para 12,50% em março; 11,75% em abril; 11,50% em junho; e 11,25% em julho. Depois disso, a taxa poderia fechar 2009 a 10,75% ao ano.

Tal movimento, como visto no capítulo anterior desta obra, abre uma grande oportunidade para o setor imobiliário dado ao aumento do custo de oportunidade dos investidores e a exigibilidade mensal direta na relação entre depósitos de poupança e SFH. A previsibilidade do sistema é difícil, principalmente devido ao grande momento de incertezas

⁷² Redução de 13,75% para 12,75%, em reunião onde o corte de um ponto percentual venceu por 5 votos contra 2, que optavam por redução de 0,75%.

que a crise gera, porém além da relação acima, o governo já sinaliza um grande pacote de incentivo ao setor imobiliário,⁷³ direcionado, principalmente, ao segmento de baixa renda, demonstrando que apesar da crise, o setor e os investimentos não serão abandonados.

⁷³ O governo pretende privilegiar o pacote ao setor imobiliário por se tratar de um setor que gera uma imensa quantidade de empregos diretos e indiretos e, como a maioria de seus insumos é nacional, não colocaria pressões no balanço de pagamentos nesse momento de incerteza.

V. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Durante muito tempo, o Governo Federal acreditou na idéia de que o financiamento imobiliário poderia ser feito através de um sistema capaz de se autofinanciar (o governo não teria de colocar o seu próprio dinheiro nisso).

Este fato acabou se mostrando falso ao longo do tempo. Apenas alguns anos depois, em 1992, alguns documentos do Governo caracterizaram o modelo de intervenção governamental no setor da habitação baseado no SFH como “esgotado”, devido à dificuldade de captar recursos, “regressivo”, por causa do subsídio que dava e beneficiava segmentos sociais de forma diferente, e “insuficiente”, pois o SHF “produziu” apenas 5,6 milhões de unidades de 31,6 milhões de novas unidades no país.

Principal fonte de recursos do crédito imobiliário no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH), a caderneta de poupança não se revela uma alternativa capaz de atrair grandes investidores, em função da baixa remuneração em relação a outras aplicações, e, além disso, gera um problema de descasamento para as instituições financeiras, porque é um passivo de curto prazo.

Atualmente, de um total de 167 bancos em operação no país, somente 26 operam com carteira imobiliária, dos quais 11 são bancos públicos⁷⁴ – sendo a Caixa Econômica Federal a principal instituição financeira governamental na concessão de crédito imobiliário.⁷⁵ Vale dizer que a Caixa vem, recentemente, perdendo participação na concessão de crédito imobiliário. Historicamente, era responsável por 90% de todo o financiamento habitacional concedido no país. Entretanto, essa situação começou a dar sinais de mudança: em 2004, a Caixa contratou R\$ 6 bilhões em operações de crédito imobiliário e o setor privado, por sua vez, liberou outros R\$ 3 bilhões para o financiamento habitacional. Com isso, a participação da Caixa na concessão de crédito imobiliário recuou de 90 para 66%. Ainda assim, a Caixa se mantém no posto de maior operadora de crédito imobiliário do país (ABECIP, 2006).

74 Fonte: ABECIP

75 A Caixa também é a principal instituição financeira responsável pelo atendimento às famílias de baixa renda (em particular aquelas situadas na faixa de até 3 salários mínimos).

Desta forma, a estrutura de crédito no país deveria ser revista e ao menos discutida. Somente a partir de uma análise global em que se possa identificar os motivos e fatores que propiciaram a estagnação do modelo de financiamento brasileiro nas últimas décadas, e que paralelamente ainda impedem o avanço e deslanche das operações no SFI, é que poderão ser atingidos crescentes ganhos institucionais e o desenvolvimento do crédito imobiliário poderá ser atingido.

Além disso, são necessárias algumas mudanças para que o crédito imobiliário atinja toda a sua potencialidade. É fundamental que haja uma perspectiva de queda da taxa de juros real de longo prazo, de modo a incentivar a oferta e demanda de crédito imobiliário, principalmente para o segmento de renda baixa que concentra a maior parte do déficit habitacional, a continuidade de um crescimento sustentado e sem grandes volatilidades macroeconômicas, uma maior flexibilização da TR de forma a tornar a maior parte dos contratos pré-fixados de forma a reduzir o risco de flutuações para o mutuário, entre outros.

Por fim, o aumento gradual de investidores de longo prazo é altamente necessário, de forma a incentivar o desenvolvimento de um mercado privado de crédito imobiliário, sem que sejam necessários subsídios e direcionamentos do governo para este fim, consolidando, assim, o SFI e ampliando a oferta de crédito.

VI. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABECIP – Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança. **História e perspectivas do crédito imobiliário: ABECIP 36 anos**. São Paulo, ABECIP, 2003.

_____. **Securitização ABECIP 30 anos: História e futuro do crédito imobiliário**. São Paulo, ABECIP, 1998.

ALVES, Paulo Roberto Rodrigues. **O desenvolvimento do Sistema Financeiro Imobiliário e da securitização de recebíveis imobiliários na redução do déficit habitacional brasileiro**. Rio de Janeiro, 2006. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/ie_ufrj_cvm/Paulo_Roberto_Rodrigues_Alves.pdf>. Acesso em: 02 out. 2008.

AMARAL DE SOUZA, Aline. **O papel do crédito imobiliário na dinâmica do mercado habitacional brasileiro**. Rio de Janeiro: Prêmios ABECIP, 2006.

AZEVEDO, S. “Vinte e dois anos de política de habitação popular (1964-86): criação, trajetória e extinção do BNH”. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, Ipea, v. 22, n. 4, out.-dez, 1988.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estatísticas do Sistema Financeiro da Habitação – SFH**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/fis/SFH/port/est2007/estmes.asp>>. Acessos diversos, 2008.

BRESSER PEREIRA, L.C.; NAKANO, Yoshiaki **Inflação e Recessão**. São Paulo: Brasiliense: 119-145. (1984). Publicado originalmente em **Encontros com a Civilização Brasileira**, n. 21, março de 1980.

BROLLO, F. **Crédito imobiliário e déficit de moradias: uma investigação dos fatores econômicos e institucionais do desenvolvimento habitacional no Chile e no Brasil**. São Paulo, Dissertação de mestrado, FGV-EAESP, 2004.

Câmara Brasileira da Indústria de Construção. **Planilhas Eletrônicas CBIC**, 2008. Disponível em: http://www.cbicdados.com.br/dados_grupo.asp?Tipo=2&idGrupo=9&NomeGrupo=Financiamento%20Imobili%20rio. Acesso em: 30 nov. 2008.

CARNEIRO, Dionísio Dias; VALPASSOS, Marcos Vinícius Ferrero. **Financiamento à habitação e instabilidade econômica: experiências passadas, desafios e propostas para a ação futura**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2003.

CEF – Caixa Econômica Federal – **Casa Própria. Programa de Arrendamento Residencial** – Disponível em: <<http://www.caixa.gov.br/casa/produtos/asp/par.asp>>. Acesso em 04 dez. 2008.

CONAVI. **Boomtown Mexico: an overview of the Mexican housing sector**. Comisión Nacional de Fomento a la Vivienda, 2006.

COSTA, Ana Carla A. **Mercado de Crédito: uma Análise Econométrica dos Volumes de Crédito Total e Habitacional no Brasil**. Texto para Discussão 87, Banco Central do Brasil, Brasília, 2004.

FAGNANI, E.; BRAGA, J. C.; SILVA, P. L. B. “Recessão e financiamento das políticas sociais”. **Revista de Administração Pública**, Brasília, n. 3, 1989.

FUNDAÇÃO JOÃO PINHEIRO. **Déficit habitacional no Brasil 2005**. Belo Horizonte, Fundação João Pinheiro. 2005.

GARCIA, F., SOUZA, R. C. e CASTELO, A. M.. “Desenvolvimento Habitacional na América Latina”, *in* DOWBOR, L. e KILSZTAJN, S. Ed. Senac, São Paulo, 2001.

GHIDETTI, Fabricio Alves. “Lei de incentivo ao setor da construção civil”. **Jus Navigandi**, Teresina, ano 9, n. 735, 10 jul. 2005. Disponível em: <<http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=6959>>. Acesso em: 29 dez. 2008.

HUD. **Evolution of U.S. Housing Finance System: A Historical Survey and Lessons for Emerging Mortgage Markets**, Departamento de Habitação e Desenvolvimento Urbano – Área de Políticas e Pesquisas Habitacionais, Abril. 2006.

IBMEC (Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais). **Sistema Financeiro de Habitação**.— Rio de Janeiro: 1974.

LEONI, Geraldo; LEONI, Evandro Geraldo. **Cadastro Crédito e Cobrança**. São Paulo: Atlas, 1994. 92 p.

LOYOLA, Gustavo. **Crédito: política equivocada fragiliza bancos**, Clipping Seleção de Notícias. Disponível em: <<https://conteudoclipingmp.planejamento.gov.br/cadastros/noticias/2009/2/2/credito-politica-equivocada-fragiliza-bancos>>. Acesso em: 16 mar 2009.

Ministério das Cidades. **Balanço nacional do setor habitacional – política nacional de habitação**. Brasília: Secretaria Nacional de habitação. Seminário Internacional: Housing Finance and House Subsidies: International Experiences and the Brazil Housing Reform (www.cidades.gov.br). *Site* consultado em Setembro 2008.

Ministério de Planejamento e Orçamento (MPO). **Política Nacional de Habitação**. Brasília: Sepurb, 1996.

OLIVEIRA, Celso Marcelo de. **Manual de Crédito Imobiliário**. São Paulo. LZN, 2005.

SOCIEDAD HIPOTECARIA FEDERAL. “Mercado de Crédito a la Vivienda: desarrollo reciente, retos y papel de SHF”. **SHF**, 2006. Disponível em: <<http://www.shf.gob.mx>>.

SOIBELMAN, C. **A casa imprópria: um estudo do BNH e do Sistema Financeiro da Habitação**. Dissertação (Mestrado), FFCL-USP, São Paulo, 1978.

SOUZA, Aline Amaral de. **O papel do crédito imobiliário na dinâmica do mercado habitacional brasileiro**. Rio de Janeiro, 2006. Disponível em: http://www.observatoriodasmetrolopes.ufrrj.br/download/Premio_Abecip_de_Monografia_em_Credito.pdf. Acesso em: 20 nov. 2008.

VALPASSOS, M. V. F.; CARNEIRO, D. D. **Financiamento à habitação e instabilidade econômica – experiências passadas, desafios e propostas para a ação futura**. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2003.

VEDROZZI, O. Alessandro **O Financiamento Imobiliário Residencial no México e sua Comparação com a Realidade Brasileira**. VII Seminário Internacional da LARES, 25 de outubro de 2007, São Paulo, Brasil.

ZAMBONI, R. A. **Financiamento, gasto e produção de moradias (1990/2002)**. Relatório de Pesquisa. Campinas: IE-Unicamp, 2004.

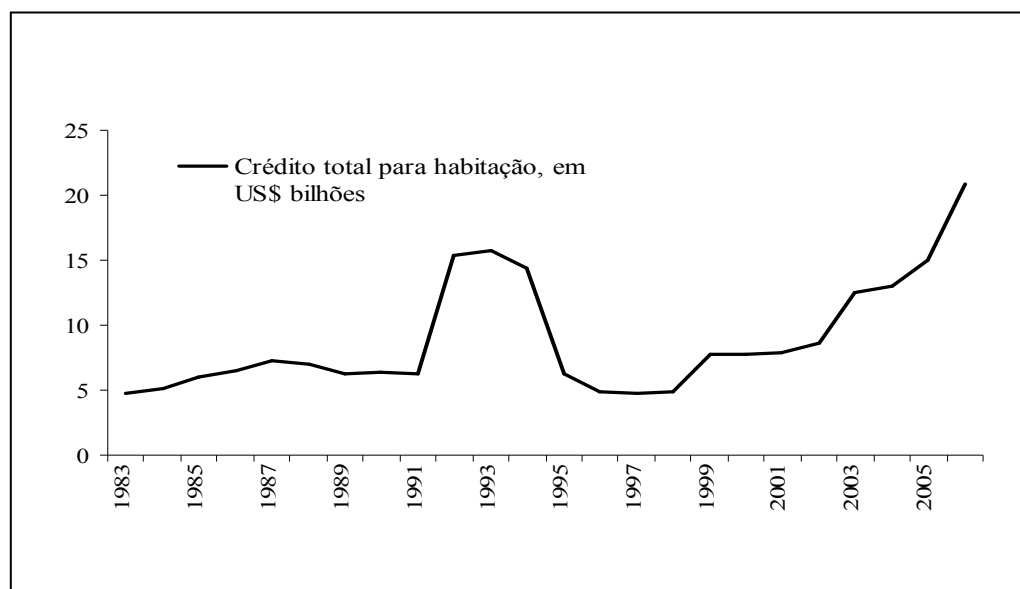
VII. ANEXOS

7.1. PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DOS CRÉDITOS MEXICANOS

Segmento	Agente de Originação	Fonte de Recursos	Principais Características
Social	INFONAVIT e FOVISSSTE	INFONAVIT e FOVISSSTE	Indexado em SM/UDI, taxa de juros de 4% a 9%, LTV 100%, 30 anos
Econômico	<i>Sofoles</i> e INFONAVIT	INFONAVIT e SHF	Indexado em SM/UDI, taxa de juros 6 a 10%, LTV 90%, 30 anos
Médio	<i>Sofoles</i> e Bancos	SHF, <i>Sofoles</i> , Bancos e Securitização	Indexado em SM/UDI, taxa de juros de 10 a 12%, LTV 90%, 20 anos
Residencial	<i>Sofoles</i> e Bancos	<i>Sofoles</i> , Bancos e Securitização	Indexado em UDI ou pré-fixado, taxa de juros de 11 a 14%, LTV 80%, 20 anos
Residencial Plus	Bancos	Bancos	Indexado em UDI ou pré-fixado, taxa de juros de 11 a 14%, LTV 80%, 20 anos

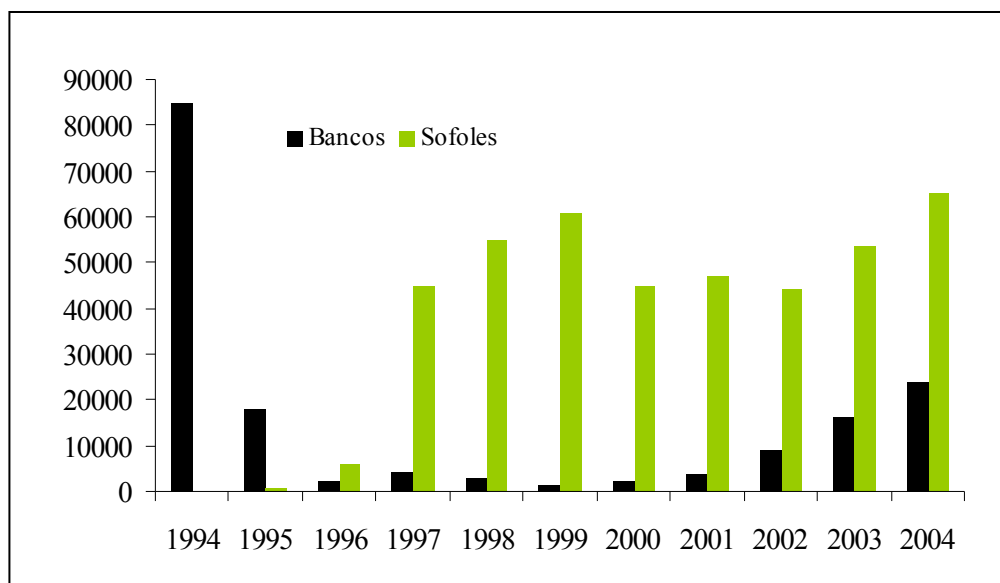
Fonte: SHF

7.2. CRÉDITO TOTAL PARA HABITAÇÃO NO MÉXICO ENTRE 1983 E 2007



Fonte: Secovi SP

7.3. NÚMERO DE CRÉDITOS IMOBILIARIOS ORIGINADOS POR SOFOLES E BANCOS COMERCIAIS NO MÉXICO – 1994 A 2004



Fonte: SHF